National Library
of Sweden

Denna bok digitaliserades på Kungl. biblioteket år 2013

KUNGL. BIBL.
– 4 JAN 1974
STOCKHOLM

SOU
1973:60

# FOND BÖRSEN

Betänkande av
Fondbörs
utredningen

Statens offentliga utredningar
1973: 60
Finansdepartementet

# Fondbörsen

Betänkande av fondbörsutredningen
Stockholm 1973

ISBN 91-38-01711-3

Omslag: Jan Bohman

K L Beckmans Tryckerier AB Stockholm 1973

# Till Statsrådet och chefen för finansdepartementet

Kungl. Maj:t bemyndigade den 4 februari 1966 chefen för finansdepartementet att tillkalla sakkunniga för översyn av börslagstiftningen (fondbörsutredningen, Fi 1967: 32). Genom Kungl. Maj:ts beslut den 10 november 1972 bemyndigades chefen för finansdepartementet att uppdra åt fondbörsutredningen att se över också lagstiftningen om fondkommissionsrörelse.

De sakkunniga utgörs numera av följande, därtill utsedda personer, nämligen: generaldirektören Kurt Wulff, ordförande, samt börschefen Stig Algott, borgarrådet Albert Aronson, filosofie licentiaten Gösta Dahlström, Landsorganisationen i Sverige, bankdirektören i riksbanken Kurt Eklöf, bankdirektören i Skandinaviska Enskilda Banken Bengt Grönquist (fr. o. m. den 17 november 1972), auktoriserade revisorn, adjungerade professorn Per Hanner (fr. o. m. den 8 december 1971), verkställande direktören i AB Bankirfirman Langenskiöld Carl Langenskiöld, direktören Alvar Lindencrona, bankinspektören Torkel Stern, departementsrådet i finansdepartementet Göran Wahlgren samt hovrättsrådet Åke Åhström. (Beträffande tidigare sammansättning av de sakkunniga, se SOU 1971: 9).

Att såsom experter biträda utredningen förordnades den 14 april 1967 hovrättsrådet Arne Loheman, den 17 november 1972 numera justitierådet Henrik Hessler, och den 2 april 1973 byrådirektören i bankinspektionen Jan Werding. Av experterna har Loheman och Werding deltagit i arbetet med förevarande betänkande.

Till sekreterare åt utredningen förordnades den 13 januari 1971 numera hovrättsrådet Hans Olsson.

Utredningen har tidigare överlämnat tre betänkanden: Förenklad aktiehantering (SOU 1968: 59), Förtrolig företagsinformation och börshandel (SOU 1970: 38) samt Större företags offentliga redovisning (SOU 1971: 9).

I det nu föreliggande betänkandet behandlar utredningen de frågor som återstår enligt 1966 års direktiv. Dessa frågor avser väsentligen regleringen av fondbörsverksamhet i vårt land. Utredningen föreslår att Stockholms fondbörs får ensamrätt till sådan verksamhet samt framlägger därför förslag till en börslagstiftning som helt tar sikte på nämnda fondbörs.

Utredningen har övervägt möjligheten att i ett och samma betänkande behandla såväl de nyss angivna frågorna enligt 1966 års direktiv som de i 1972 års tilläggsdirektiv aktualiserade frågorna om fondkommissionsrörelse. Utredningen har emellertid funnit det vara mest tidsbesparande och därtill lämpligt att nu avge förslag om fondbörsen så att statsmakterna snarast får tillfälle att i det hänseendet förbereda och eventuellt genomföra ny lagstiftning.

Ekonomie licentiaten Ulf Lundman, Stockholm, har för utredningens räkning utarbetat en översikt över frågan om aktiekursers variation och samband med olika påverkande faktorer *(bilaga 3)*.

Ledamöterna Grönquist, Langenskiöld och Lindencrona har reserverat sig mot

utredningens förslag om val och sammansättning av styrelse för Stockholms fondbörs *(bilaga 6)*.

Ledamoten Algott har avstått från att delta i utredningens beslut såvitt avser frågor om val och sammansättning av fondbörsens styrelse samt om börschefens ställning.

Utredningen, som sålunda fortsätter sitt uppdrag beträffande lagstiftningen om fondkommissionsrörelse, vill påpeka, att i samband därmed kan det bli anledning att ytterligare behandla vissa av de i föreliggande betänkande berörda frågorna, nämligen sådana som angår börsmedlemmar och börsombud. I anslutning härtill kan också nämnas att sedan detta betänkande förelegat i korrektur, utredningen genom finansdepartementets remiss den 6 november 1973 har anmodats att inkomma med yttrande över en av bankinspektionen den 19 oktober 1973 till Kungl. Maj:t gjord framställning om ändring av 38 § lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. De frågor som remissen rör har nära samband med problem som utredningen avser att behandla i sitt nästa betänkande och har därför inte föranlett något ståndpunktstagande i detta sammanhang.

Under åberopande av vad ovan anförts överlämnar utredningen av motiv åtföljda förslag till:

1) Lag om Stockholms fondbörs,
2) Kungörelse om Stockholms fondbörs,
3) Lag om ändring i lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet,
4) Lag om ändring i lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav,
5) Kungörelse om ändring i kungörelsen (1965:859) om fondkommissionärs bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet, och
6) Kungörelse om ändring i instruktionen (1970:538) för bankinspektionen.

Stockholm i november 1973

*K. Wulff*

*Stig Algott*

*Albert Aronson*

*Gösta Dahlström*

*Kurt Eklöf*

*Bengt Grönquist*

*Per V.A. Hanner*

*Carl Langenskiöld*

*Alvar Lindencrona*

*Torkel Stern*

*G. Wahlgren*

*Åke Åhström*

*/Hans Olsson*

# Innehåll


*Sammanfattning* . . . . . 7

Förslag till Lag om Stockholms fondbörs . . . . . 11
Förslag till Kungörelse om Stockholms fondbörs . . . . . 18
Förslag till Lag om ändring i lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet . . . . . 25
Förslag till Lag om ändring i lagen (1971: 827) om registrering av aktieinnehav . . . . . 28
Förslag till Kungörelse om ändring i kungörelsen (1965: 859) om fondkommissionärs bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet . . . . . 29
Förslag till Kungörelse om ändring i instruktionen (1970: 538) för bankinspektionen . . . . . 30

Kapitel 1 *Utredningsuppdraget* . . . 33
1.1 Direktiven . . . . . 33
1.2 Information om s. k. aktiemarknadsbolag . . . . . 34
1.3 Fondbörsens funktion, organisation m. m. . . . . 35
1.4 Fondkommissionärer . . . . . 36

Kapitel 2 *Fondbörsen och värdepappersmarknaden* . . . . . 38
2.1 Allmänna anmärkningar . . . . . 38
2.2 Fondbörsens funktion enligt gällande bestämmelser . . . . . 40
2.3 Allmänt om börshandelns samhälleliga funktion . . . . . 41

Kapitel 3 *Rätten att bedriva fondbörsverksamhet* . . . . . 44
3.1 Olika typer av värdepappersmarknader . . . . . 44
3.2 Begreppet fondbörsverksamhet enligt 1919 års lag . . . . . 45
3.3 Överväganden och förslag . . . . 48

Kapitel 4 *Fondbörsens ledning* . . . 50
4.1 Gällande ordning . . . . . 50
4.2 Utländska börser . . . . . 52
4.3 Överväganden och förslag . . . . 53

Kapitel 5 *Börsmedlemmar och börsombud* . . . . . 56
5.1 Gällande ordning . . . . . 56
5.1.1 Börsmedlemmar . . . . . 56
5.1.2 Börsombud . . . . . 57
5.2 Överväganden och förslag . . . . 58
5.2.1 Börsmedlemmar . . . . . 58
5.2.2 Börsombud . . . . . 59

Kapitel 6 *Inregistrering av värdepapper vid fondbörsen* . . . . . 61
6.1 Gällande ordning . . . . . 61
6.1.1 Aktier . . . . . 62
6.1.2 Obligationer o. d. . . . . 64
6.2 Överväganden och förslag . . . . 65
6.2.1 Aktier och därtill hörande värden . . . . . 65
6.2.2 Obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev . . . . 70
6.3 Inregistrering av utländska värdepapper . . . . . 71
6.4 Inregistreringskontrakt . . . . . 76

Kapitel 7 *Vissa frågor om information till allmänheten om börsintroducerade och andra större företag* . . . . . 79
7.1 Utredningens tidigare förslag . . 79
7.2 Viktiga händelser i allmänhet . . 79
7.3 Närmare om information m. m. i samband med samgående mellan företag eller eljest vid förvärv av företag . . . . . 81
7.3.1 Offentliga erbjudanden om aktieförvärv . . . . . 82
7.3.2 Samgående genom rörelseförvärv . . . . . 88
7.3.3 Samgående genom associationsrättslig fusion . . . . 89
7.3.4 Säkerställande av informationsgivning vid "fusioner". . 90

Kapitel 8 *Värdepappers avförande från notering m. m.* . . . . . 92
8.1 Gällande ordning . . . . . 92
8.2 Utländsk rätt . . . . . 93
8.3 Överväganden och förslag . . . . 94
8.3.1 Avregistrering . . . . . 94
8.3.2 Avbrytande av handel och notering . . . . . 96
8.3.3 Förbud mot viss handel . . 99

Kapitel 9 *Handel och notering* . . . 100
9.1 Gällande ordning . . . . . 100
9.1.1 Olika slags börsaffärer . . 100
9.1.2 Notering av kurs . . . . . 102
9.1.3 Courtage . . . . . 103
9.2 Överväganden och förslag . . . . 104

Kapitel 10 *Börsauktioner* . . . . . 110
10.1 Gällande ordning . . . . . 110
10.2 Överväganden och förslag . . . 113

Kapitel 11 *Avgifter och grundfond. Revision* . . . . . 115
11.1 Gällande ordning . . . . . 115
11.2 Överväganden och förslag . . . 117

Kapitel 12 *Offentlig tillsyn* . . . . . 119
12.1 Gällande ordning . . . . . 119
12.2 Överväganden och förslag . . . 120

Kapitel 13 *Förfaranderegler och talan mot fondbörsens beslut* . . . . . 122
13.1 Gällande ordning . . . . . 122
13.2 Överväganden och förslag . . . 123

Kapitel 14 *Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser* . . . . . 127

Kapitel 15 *Specialmotivering för förslaget till lag om Stockholms fondbörs* . 130

Kapitel 16 *Följdändringar i vissa lagar och andra författningar* . . . . . 140

*Bilagor*
1. Aktiehandelns omfattning. Av Jan Werding . . . . . 143
2. P.M. med vissa synpunkter på svensk obligationsmarknad. Av Stig Algott . 147
3. Aktiekursers variation och samband med olika påverkande faktorer. Av Ulf Lundman . . . . . 154
4. Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag. Avgivna år 1971 av Näringslivets börskommitté . . . . . 166
5. Utgångspunkter för diskussion om courtageregleringen och dess betydelse för fondkommissionärernas verksamhet och inbördes konkurrens. Av Jan Werding . . . . . 168
6. Reservation av ledamöterna Grönquist, Langenskiöld och Lindencrona 175

*Förteckning över litteratur m. m.* . . . 177

*Summary in English* . . . . . 178

*Anm.* Med "1919 års lag" avses i den följande framställningen lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet.

# Sammanfattning

Nuvarande reglering i lag av fondbörsverksamhet finns i lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Reglerna avser att bereda garantier för att allmänna intressen beaktas i sådan verksamhet.

Enligt den nu gällande lagen krävs Kungl. Maj:ts tillstånd att upprätta fondbörs. Ehuru lagen ger möjlighet till inrättande av flera fondbörser – envar med sitt särskilda reglemente eller börsordning – har endast en fondbörs kommit till stånd i Sverige, nämligen Stockholms fondbörs. Dock bedriver Svenska fondhandlareföreningen viss börsliknande verksamhet i fråga om ett antal sådana svenska och utländska värdepapper som inte är inregistrerade vid Stockholms fondbörs.

Utredningen framhåller att fondbörsverksamhet, med hänsyn till bl. a. allmänhetens kapitalskyddsintresse, liksom hittills bör få bedrivas endast med statlig auktorisation och under bankinspektionens tillsyn. Eftersom behov inte visat sig föreligga i vårt land av någon fondbörs utöver Stockholms fondbörs, föreslår utredningen, att denna fondbörs också formellt får karaktären av riksbörs samt att den tillerkänns ensamrätt i fråga om verksamhet av förevarande art. I förslaget ges därvid en definition på fondbörsverksamhet. Sådan skall anses föreligga när köp- och säljanbud beträffande aktier, obligationer e. d. regelbundet sammanförs i och för handel och notering av kurs. Denna bestämning av begreppet fondbörsverksamhet medför att den verksamhet av börskaraktär, som enligt vad ovan sagts fondhandlareföreningen för närvarande utövar, kommer att omfattas av den föreslagna ensamrätten för Stockholms fondbörs. För att inte utan vidare bryta med den hittillsvarande "marknadsuppdelningen" mellan Stockholms fondbörs och fondhandlareföreningen, föreslår utredningen, att fondbörsen får rätt att med bankinspektionens tillstånd uppdra åt sammanslutning av svenska fondkommissionärer att i viss utsträckning besluta om inregistrering vid fondbörsen av värdepapper och ombesörja notering av kurs i fråga om dessa. Fondhandlareföreningen bereds därigenom möjlighet att även i fortsättningen omhänderha börsmässig handel och kursnotering i ungefär samma omfattning som nu. Sådan av föreningen bedriven verksamhet skall dock enligt förslaget stå under fondbörsens kontroll.

Styrelsen för Stockholms fondbörs består i dag av ordförande och åtta andra ledamöter. Ordföranden utses av Kungl. Maj:t. Av övriga ledamöter väljs två av de bankaktiebolag som är medlemmar av börsen, två av övriga börsmedlemmar (dvs. de privata fondmäklarna), två av kommunfullmäktige i Stockholm och två av Stockholms handelskammare.

Enligt utredningen har utvecklingen gett vid handen att det föreligger behov av en mera allsidigt sammansatt styrelse än för närvarande och av större inflytande för det allmänna. Styrelsen föreslås bestå av ordförande och sju andra ledamöter. Kungl. Maj:t utser ordföranden och två andra ledamöter. I övrigt föreslår utredningen att en ledamot väljs av fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret samfällt, en ledamot av Handelskamrarnas nämnd, en ledamot av Sveriges industriförbund och två ledamöter samfällt av börsmedlemmarna.

Styrelsens beslut skall enligt förslaget fattas med enkel röstövervikt. Vid lika röstetal är ordförandens mening utslagsgivande. Det uppdrag att tillgodose allmänna intressen, som åligger de av Kungl. Maj:t utsedda personerna, måste anses omfatta att beakta också intressen vilka ej kan beredas direkt representation i styrelsen, dvs. framför allt de institutioner, företag och enskilda som köper, äger och säljer vid börsen inregistrerade värdepapper. En minoritet inom utredningen, bestående av företrädare för näringslivet och börsmedlemmarna, anser i likhet med majoriteten att Kungl. Maj:t bör utse ordföranden och ytterligare två ledamöter i börsstyrelsen. Dock föreslår minoriteten att fondhandlareföreningen väljer tre ledamöter, Handelskamrarnas nämnd en ledamot, Sveriges industriförbund en ledamot och Svenska försäkringsbolags riksförbund likaledes en ledamot.

Som villkor för börsmedlemskap föreslås också framdeles gälla att vederbörande dels har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, dels i övrigt är lämplig som börsmedlem, dvs. har de speciella erfarenheter, kunskaper m. m. som måste krävas av den som deltar i börsverksamhet. Börsmedlem som är juridisk person måste enligt förslaget vara företrädd av s. k. börsombud vid börshandel. Beträffande villkoren för godkännande som börsombud bör liksom hittills gälla bl. a. att ombudet har fast anställning hos medlemmen. Utredningen har i överensstämmelse med gällande rätt inte föreslagit att anställningsförhållande för börsombud ovillkorligen skall grundas på fast lön. Dock rekommenderar utredningen att börsombud helt eller huvudsakligen uppbär fast lön, dvs. ej i väsentlig mån arbetar på provisionsbasis. I fråga om börsombuds egna och honom närstående personers värdepappersaffärer föreslås i motsats till nuvarande ordning en straffsanktionerad regel. Börsombud åläggs sålunda vid äventyr av straffansvar att till bankinspektionen anmäla innehav och ändring i innehavet av börsaktier och vissa andra värdepapper, t. ex. konvertibla skuldebrev, enligt ett system som delvis liknar det som finns i lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav, "insider-lagen".

Som grundläggande regel beträffande prövning av fråga om inregistrering vid fondbörsen av värdepapper anges i förslaget att hänsyn skall tas till ansökande företags ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för det värdepapper som avses och omständigheterna i övrigt. Vid inregistreringstillfället måste sålunda ett ansökande företag ha stabilitet i ekonomiskt hänseende och poster av värdepapperet måste vara spridda på ett relativt stort antal personer. Man bör med fog också kunna räkna med att det kommer att bli en regelbunden handel i värdepapperet. Väsentligt är vidare bl. a. att företagsledningen kan förväntas följa god sed beträffande information till allmänheten och till börsen. Ett ansökande bolag föreslås därför att i ett s. k. inregistreringskontrakt – ett avtal mellan bolaget och börsen – åta sig att följa vissa normer i fråga om redovisning och information till allmänheten. I ett sådant kontrakt föreslås ansökande bolag vidare åta sig att medverka till att börsstyrelsen kan fullgöra sina uppgifter, bl. a. genom att bolaget förpliktar sig att självmant underrätta börsstyrelsen om förhållanden av betydelse för värderingen av bolagets aktier, t. ex. beslut om samgående med annat företag. Vad nu anförts föreslås gälla såväl den inregistrering av värdepapper vid fondbörsen som ombesörjs av börsstyrelsen som den inregistrering av värdepapper, likaledes vid fondbörsen, som sammanslutning av fondkommissionärer enligt förslaget kan svara för. Inregistrering som ombesörjs av börsstyrelsen kallas inregistrering för börsnotering. Inregistrering, varom sammanslutning av fondkommissionärer beslutar, benämns inregistrering för fondhandlarnotering. Beträffande inregistrering för börsnotering har bl. a. uppställts det särskilda kravet att ansökande bolag skall ha ett totalt eget kapital på minst tio miljoner kronor och marknadsvärdet av dess aktier skall vid introduktionstillfället också uppgå till minst tio miljoner kronor. I fråga om inregistrering för fondhandlarnotering har ej några sådana krav

föreslagits. Meningen är att dylik inregistrering skall kunna ske av även mindre bolag.

Vad angår börshandelns former framhåller utredningen att det bör ankomma på börsstyrelsen att bestämma i vad mån handeln skall ske vid upprop eller annorledes. Det är t. ex. möjligt att i framtiden börshandeln kommer att – i större eller mindre omfattning – försiggå via sådana datatekniska och övriga elektroniska hjälpmedel att börsombudens personliga inställelse i börslokalerna ej längre behövs. Förslaget öppnar möjlighet till också sådan ordning för börshandeln. Kurser skall enligt förslaget liksom hittills noteras med ledning av dels köp- och säljanbud samt dels avslut vid börsen. Noteringen syftar till att ge en god bild av marknadsläget. Noterade kurser och omsättningsuppgifter skall offentliggöras. En viktig nyhet är att börsmedlem föreslås bli skyldig att till börsen genast anmäla alla större avslut i inregistrerade värdepapper, som han för egen eller annans räkning medverkat till, antingen vid eller utanför fondbörsen. Sådan anmälan skall innehålla uppgift om dagen för avslutet, föremålet för överlåtelsen samt kursen. Börsstyrelsen skall offentliggöra sådana anmälningar i en särskild sammanställning. Härvid får börsstyrelsen dock undanta sådan anmälan som ej är av väsentlig betydelse för bedömning av marknadsläget.

En annan mera väsentlig nyhet utgör förslaget om rätt för börsstyrelsen – eller för fondhandlarnoterat värdepapper, sammanslutning av fondkommissionärer – att avbryta handel och notering i fråga om värdepapper av visst slag, om särskilda skäl finns för det, s. k. börsstopp. Så kan vara fallet t. ex. om man misstänker att någon otillbörligen utnyttjar förtrolig företagsinformation. Beslut om sådant avbrott får i regel avse högst en eller ett par dagar. Under beslutets giltighetstid får fondkommissionär ej bedriva affärer i det värdepapper varom är fråga. Under utomordentliga förhållanden, t. ex. krig eller krigsfara, kan enligt förslaget beslutas om avbrytande av all handel och notering vid börsen, s. k. börsstängning. Beslut härom skall i princip meddelas av Kungl. Maj:t.

Vad gäller börsmedlems rätt till provision på värdepappersaffärer – courtage – föreslås en särskild reglering härav. För närvarande gäller att endast affärer vid fondbörsen är föremål för författningsmässig courtagereglering. Enligt utredningen bör det överlämnas åt bankinspektionen att bestämma de courtagesatser som börsmedlem skall tillämpa i affärer med värdepapper som är inregistrerade vid fondbörsen. Regleringen föreslås avse alla av börsmedlem förmedlade affärer i inregistrerade värdepapper, oavsett om de sker vid eller utanför börsen.

Avregistrering av värdepapper från fondbörsen kan enligt förslaget ske om marknadsförhållandena eller annan omständighet föranleder det och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Det vanligaste fallet för avregistrering torde liksom hittills komma att bli när det inte längre finns någon nämnvärd marknad i ett värdepapper. En skillnad i jämförelse med gällande rätt är bl. a. att förslaget ej tillmäter vederbörande företags eget önskemål om avregistrering samma vikt som för närvarande. I stället betonas vikten av att en avregistreringsfråga ses också från allmän synpunkt. Hänsyn skall alltid tas till behovet av att värdepapperet är föremål för börshandel och kursnotering. Härvid skall beaktas bl. a. aktieägarnas intressen.

Angående börsens ekonomi anser utredningen att börsen, i likhet med vad som är fallet sedan mer än sextio år, bör vara en självförsörjande institution. Genom framför allt medlems- och värdepappersavgifter bör liksom hittills börsmedlemmarna och de juridiska personer, vars värdepapper är inregistrerade, i princip svara för börsens kostnader.

I fråga om förfarandet vid handläggning av ärenden vid fondbörsen har en del nyheter föreslagits, bl. a. uttryckliga jävsregler för ledamöterna i börsstyrelsen och för börschefen samt bestämmelser om kommunikation med part i vissa ärenden av särskild vikt för den enskilde. Vidare föreslås rätt att föra talan hos Kungl. Maj:t mot vissa av börsstyrelsens beslut rörande medlemmar och om-

bud, t. ex. beslut om avslag på ansökan om medlemskap.

Såsom ovan sagts har straffbestämmelse föreslagits beträffande börsombuds skyldighet att anmäla värdepappersinnehav. Ett par andra straffregler ingår också i förslaget. Sålunda kan ledamot av börsstyrelsen och befattningshavare vid fondbörsen straffas för brott mot börssekretess om han obehörigen yppar eller nyttjar vad han under uppdraget eller i tjänsten erfarit om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden. Därjämte har föreslagits straff för den som vid sidan av Stockholms fondbörs här i landet bedriver fondbörsverksamhet.

Det kan vidare anmärkas att utredningen föreslår avskaffande av institutet börsauktion.

Den författningsmässiga regleringen av Stockholms fondbörs och dess verksamhet sker enligt utredningens förslag i dels en lag om Stockholms fondbörs dels en kungörelse om denna fondbörs. I lagen har tagits in bestämmelser som anger grunddragen för vad som i olika hänseenden gäller för fondbörsverksamheten. Mera detaljerade regler i dessa hänseenden föreslås inflyta i kungörelsen. Därjämte förutsätter förslaget att bankinspektionen såsom tillsynsmyndighet och börsstyrelsen ger föreskrifter i vissa avseenden. Genom detta system uppnår man den fördelen att detaljregler relativt lätt kan ändras och således snabbt anpassas till nya förhållanden.

De nya författningarna föreslås träda i kraft den 1 januari 1975. Lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet föreslås upphävd, såvitt den avser fondbörsverksamhet. Vissa övergångsregler har föreslagits, bl. a. skall beslut om inregistrering av värdepapper, som meddelats enligt nuvarande regler, gälla intill utgången av år 1975. Vidare föreslås bl. a. att fondhandlareföreningen under viss övergångstid får fortsätta med handel och notering på den s. k. fondhandlarlistan i den ordning som nu gäller.

Slutligen kan anmärkas att utredningen i sitt nästa betänkande kommer att behandla reglerna om fondkommissionsrörelse. Utredningen torde därvid få anledning att ytterligare beröra frågor som angår börsmedlemmar och börsombud.

**Förslag till**
**Lag om Stockholms fondbörs**

*Inledande bestämmelse*

1 § Fondbörsverksamhet här i riket får bedrivas endast av Stockholms fondbörs, som står under tillsyn av bankinspektionen.

Fondbörsverksamhet skall enligt denna lag anses föreligga när köp- och säljanbud beträffande värdepapper regelbundet sammanföres i och för handel och notering av kurs.

Med värdepapper förstås i denna lag aktier, andra delaktighetsbevis i bolag, obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev.

*Organisation, förvaltning och revisorer*

2 § För fondbörsen skall finnas en styrelse, som leder dess verksamhet och förvaltar dess angelägenheter. Styrelsen består av ordförande och sju andra ledamöter.

Ordföranden jämte suppleant för honom samt två andra ledamöter och suppleanter för dem utses av Konungen. I övrigt utses genom val en ledamot jämte suppleant för honom av fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret samfällt, en ledamot och suppleant för honom av Handelskamrarnas nämnd, en ledamot och suppleant för honom av Sveriges industriförbund, samt två ledamöter och suppleanter för dem samfällt av de fondkommissionärer som är börsmedlemmar enligt 13 §.

Sker ej val som i andra stycket sägs, utser Konungen ledamot och suppleant som skulle ha utsetts genom sådant val.

Ordföranden, övriga ledamöter och suppleanter utses för en tid av tre år. Avgår någon innan denna period utgått utses efterträdare för den återstående tiden.

Konungen fastställer arvoden till ordföranden samt övriga ledamöter och suppleanter.

3 § För den dagliga ledningen och förvaltningen av fondbörsen tillsätter börsstyrelsen en börschef.

Börsstyrelsen kan utse en ställföreträdare för börschefen.

Börsstyrelsen kan uppdraga åt ordföranden och börschefen att gemensamt, var för sig eller i förening med en eller flera ledamöter av styrelsen avgöra ärende eller grupp av ärenden, som ej är av sådan vikt att prövning därav bör ankomma på styrelsen, liksom att fatta beslut i fråga som ej tål uppskov.

4 § Börsstyrelsen är beslutför när ordföranden och minst fem andra ledamöter är närvarande.

Ledamot är jävig,

1. om frågan angår honom själv eller hans make, föräldrar, barn eller syskon eller annan honom närstående eller avgörandet i frågan kan väntas medföra synnerlig nytta eller skada för honom själv eller någon honom närstående,

2. om han eller någon honom närstående är ställföreträdare för den som frågan angår eller för någon som kan vänta synnerlig nytta eller skada av avgörandet i frågan, eller

3. om eljest särskild omständighet föreligger som är ägnad rubba förtroendet till hans opartiskhet i frågan.

Känner någon till omständighet, som kan antagas utgöra jäv mot honom, skall han självmant ge det till känna.

Är ledamot av börsstyrelsen jävig, får han i den fråga som avses dock vidtaga åtgärd, som ej utan olägligt uppskov kan ombesörjas av annan.

Bestämmelserna om jäv äger motsvarande tillämpning beträffande börschefen.

5 § För granskning av fondbörsens räkenskaper samt börsstyrelsens och börschefens förvaltning utser årligen Konungen en revisor och en suppleant för denne samt de fondkommissionärer som är börsmedlemmar enligt 13 § en revisor och en suppleant för denne.

Den av Konungen utsedde revisorn skall liksom dennes suppleant vara auktoriserad revisor.

*Fondbörsens verksamhet*

6 § Handel och notering av kurs vid fondbörsen får avse endast värdepapper som är inregistrerade där. Beslut om inregistrering meddelas av börsstyrelsen.

Vid prövning av fråga om inregistrering av värdepapper skall hänsyn tagas till utgivarens eller, om annan trätt i hans ställe, dennes ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för det värdepapper som avses och omständigheterna i övrigt.

Beslut om avslag på ansökan om inregistrering får ej meddelas innan sökanden beretts tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet.

Om det kan anses påkallat av marknadsförhållandena eller andra omständigheter, får börsstyrelsen med bankinspektionens samtycke uppdraga åt sammanslutning av svenska fondkommissionärer att besluta om inregistrering av värdepapper och att ombesörja notering av kurs i fråga om dessa.

Närmare bestämmelser om inregistrering meddelas av Konungen.

7 § Handel vid fondbörsen får ske endast genom börsmedlem eller genom ombud för denne (*börsombud*). Är börsmedlem juridisk person skall medlemmen därvid vara företrädd av börsombud.

8 § Kurser noteras med ledning av köpanbud, säljanbud och avslut vid fondbörsen samt offentliggöres omedelbart. Närmare bestämmelser härom meddelas av Konungen.

9 § Börsstyrelsen skall följa kursbildningen vid fondbörsen och tillse att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med lag och författning samt god affärssed.

10 § Den som utgivit värdepapper inregistrerat vid fondbörsen eller, om annan trätt i hans ställe, denne skall liksom börsmedlem och börsombud lämna börsstyrelsen de upplysningar som styrelsen anser erforderliga för fullgörande av sina uppgifter enligt denna lag.

11 § Beslut om avbrytande av handel och notering vid fondbörsen i fråga om värdepapper av visst slag får, om särskilda skäl finns för det, meddelas av börsstyrelsen eller, om notering ombesörjes av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, av denna. Sådant beslut får ej gälla längre än oundgängligen behövs.

Under den tid då beslut enligt första stycket gäller får fondkommissionär icke, vare sig vid eller utanför fondbörsen, avtala om eller medverka till avtal om köp eller försäljning av värdepapper som beslutet avser. Utan hinder härav får dock uppgörelse ske av redan avslutade affärer.

Under utomordentliga förhållanden får Konungen besluta om avbrytande av all handel och notering vid fondbörsen. Är fara i dröjsmål får sådant beslut meddelas av börsstyrelsen efter samråd med fullmäktige i riksbanken och bankinspektionen. Beslut som meddelas av börsstyrelsen får ej avse längre tid än en vecka. Andra stycket äger motsvarande tillämpning i nu avsedda fall, om ej Konungen förordnar annat.

Börsstyrelsen skall omedelbart offentliggöra beslut enligt denna paragraf samt genast underrätta fondkommissionärerna härom.

12 § Avregistrering av värdepapper kan ske, om marknadsförhållandena eller annan omständighet föranleder det och det ej är olämpligt från allmän synpunkt.

Avregistrering beslutas av börsstyrelsen eller, om notering ombesörjes av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, av denna. Beslut som nu sagts skall omedelbart offentliggöras.

Om ej särskilda skäl föranleder annat, får beslut om avregistrering ej meddelas innan den som utgivit värdepapperet eller, om annan trätt i hans ställe, denne beretts tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet.

*Börsmedlemmar och börsombud*

13 § Till börsmedlem får antagas endast den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen (1919: 240). Ansökan om medlemskap prövas av börsstyrelsen.

14 § Förfaller eller återkallas börsmedlems tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, upphör samtidigt medlemskapet. Har bankinspektionen med stöd av 18 § fondkommissionslagen (1919: 240) förbjudit fondkommissionär som är börsmedlem att fortsätta sin rörelse under viss tid, får medlemmen under denna tid ej själv eller genom börsombud deltaga i verksamheten vid fondbörsen.

15 § Bryter börsmedlem mot denna lag eller mot föreskrift, som meddelats med stöd därav, eller är han eljest olämplig som börsmedlem, kan börsstyrelsen besluta att medlemskapet omedelbart skall upphöra. Vid lindrigare överträdelse får börsstyrelsen ge medlemmen skriftlig erinran.

16 § Endast den som är fast anställd hos börsmedlem kan godkännas som börsombud. Ansökan om godkännande göres av börsmedlemmen.

Börsstyrelsen bestämmer det högsta antalet börsombud för varje medlem. Godkännande som ombud gäller för ett kalenderår i sänder eller till årets utgång.

17 § Upphör börsmedlem att vara medlem av fondbörsen, förfaller samtidigt godkännande för medlemmens börsombud. Upphör börsombuds anställning hos den medlem som ansökt om hans godkännande, förfaller detta godkännande.

18 § Börsombud skall utan dröjsmål till bankinspektionen i den omfattning i 19 § sägs anmäla innehav och ändring i innehavet av aktie som är inregistrerad vid fondbörsen.

Vad som föreskrives om aktie gäller även bevis om rätt att teckna eller erhålla aktie som avses i första stycket. Detsamma gäller sådant av aktiebolag utfärdat skuldebrev som är inregistrerat vid fondbörsen och som kan helt eller delvis utbytas mot aktie eller är förenat med optionsrätt till nyteckning av aktie eller är förenat med rätt till ränta vars storlek helt eller delvis beror på utdelningen till aktieägare i bolaget eller på bolagets vinst.

19 § Anmälningsskyldighet enligt 18 § omfattar aktie och annat där angivet värdepapper som äges av börsombudet, hans make eller omyndigt barn som står under hans vårdnad. Har någon av dem eller flera av dem tillsammans sådan väsentlig ekonomisk gemenskap med juridisk person som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse, omfattar anmälningsskyldigheten även den juridiska personens aktieinnehav och ändring däri, om börsombudet har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

20 § Bankinspektionen meddelar närmare bestämmelser om sättet för fullgörande av anmälningsskyldighet enligt 18 §. Börsstyrelsen får ta del av uppgift om innehav och ändring däri som avses i nämnda paragraf.

21 § Bryter börsombud mot denna lag eller mot föreskrift, som meddelats med stöd därav, eller är han eljest olämplig som börsombud, kan börsstyrelsen återkalla godkännandet. Vid lindrigare överträdelse får börsstyrelsen ge ombudet skriftlig erinran.

22 § Beslut om upphörande av börsmedlems medlemskap, om återkallande av godkännande som börsombud och om skriftlig erinran får ej meddelas, innan den beslutet avser beretts tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet. I ärende om återkallande av godkännande som börsombud eller om skriftlig erinran avseende börsombud skall den börsmedlem hos vilket börsombudet är anställd höras, innan beslutet fattas.

*Avgifter och grundfond*

23 § För finansiering av fondbörsens verksamhet får uttagas avgifter enligt vad Konungen därom föreskriver.

24 § Av fondbörsens eget kapital skall en miljon kronor utgöra grundfond, som ej får nedsättas. Uppstår förlust, som ej kan täckas av övrigt eget kapital, skall börsstyrelsen vidtaga åtgärder syftande till att förlusten inom högst fem år täckes genom överskott i verksamheten.

*Tillsyn*

25 § Bankinspektionen övervakar att verksamheten vid fondbörsen försiggår enligt denna lag och med stöd därav meddelade föreskrifter. Vidare skall inspektionen verka för att även i övrigt fondbörsens verksamhet sker på ett tillfredsställande sätt samt föreslå de åtgärder som kan vara påkallade.

Börsstyrelsen skall hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för inspektionen. Börsstyrelsen skall även i övrigt meddela inspektionen alla de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

26 § Har börsstyrelsen fattat beslut som strider mot denna lag eller mot föreskrift som meddelats med stöd därav, får bankinspektionen förbjuda verkställighet av beslutet. Om beslutet gått i verkställighet får inspektionen förelägga börsstyrelsen att göra rättelse när så kan ske. Inspektionen får även eljest förelägga börsstyrelsen att fullgöra skyldighet enligt denna lag eller annan författning, såvitt den särskilt avser fondbörsverksamhet.

Första stycket äger motsvarande tillämpning i fråga om beslut som meddelats av sammanslutning av svenska fondkommissionärer till följd av uppdrag enligt 6 § fjärde stycket.

Inspektionen får föreskriva vite vid meddelande av förbud eller föreläggande enligt denna paragraf.

27 § Bankinspektionen får sammankalla börsstyrelsen, när inspektionen finner det erforderligt.

28 § Till bestridande av kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet skall fondbörsen årligen erlägga bidrag enligt vad Konungen därom föreskriver.

*Besvär*

29 § Talan får föras mot börsstyrelsens beslut

1. om avslag på ansökan om medlemskap eller om godkännande som börsombud,

2. om upphörande av medlemskap eller om återkallande av godkännande som börsombud.

Mot beslut som avses i första stycket får talan föras av den beslutet gäller och om beslutet avser avslag på ansökan om godkännande som börsombud eller återkallande av godkännande som börsombud, även av den börsmedlem hos vilken ombudet är anställd.

Talan föres genom besvär hos Konungen.

Beslut som avses i första stycket får verkställas utan hinder av förd talan, om ej Konungen förordnar annat.

Vid besvär enligt första stycket skall besvärshandling ha inkommit till finansdepartementet inom tre veckor från den dag då klaganden fick del av beslutet.

30 § Talan mot beslut, som meddelas av bankinspektionen på grund av denna lag, föres hos Konungen genom besvär. Beslutet får verkställas utan hinder av förd talan, om ej Konungen förordnar annat.

*Straffbestämmelser*

31 § Ledamot av börsstyrelsen eller befattningshavare vid fondbörsen får ej obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten erfarit om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden. Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bryter häremot dömes för *brott mot börssekretess* till böter eller fängelse i högst ett år. Allmänt åtal får väckas endast om målsägande anger brottet till åtal eller åtal är påkallat från allmän synpunkt.

32 § Börsombud som uppsåtligen eller av oaktsamhet underlåter att enligt 18–20 §§ anmäla värdepappersinnehav eller ändring i innehavet eller lämnar oriktig uppgift vid fullgörandet av sin anmälningsskyldighet, dömes för *brott mot skyldighet att anmäla värdepappersinnehav* till böter eller fängelse i högst sex månader.

I ringa fall dömes ej till ansvar.

33 § Den som vid sidan av Stockholms fondbörs här i riket bedriver fondbörsverksamhet, dömes för *olaga fondbörsverksamhet* till böter eller fängelse i högst ett år.

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1975.

2. Börsstyrelse, börschef och revisorer för tid efter utgången av år 1974 utses dessförinnan enligt den nya lagen.

3. Beslut om inregistrering av värdepapper vid fondbörsen, som är i kraft vid utgången av år 1974, gäller efter nämnda tidpunkt, dock längst till utgången av år 1975.

4. Beslut om antagande till börsmedlem och om godkännande av börsombud, som är i kraft vid utgången av år 1974, gäller efter nämnda tidpunkt.

5. Verksamhet, som enligt nya lagen utgör fondbörsverksamhet och före den 1 januari 1975 bedrives av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, får fortsätta till dess sammanslutningen på grund av uppdrag enligt 6 § fjärde stycket skall påbörja notering av kurs, dock längst till utgången av år 1975.

6. Notering av kurs med anledning av uppdrag enligt 6 § fjärde stycket nya lagen får ej äga rum förrän verksamhet som avses i 5 upphört i sin helhet.

7. Äldre bestämmelser gäller fortfarande i fråga om avregistrering av värdepapper, varom ansökan gjorts före den 1 januari 1975 av den som utgivit värdepapperet eller, om annan trätt i hans ställe, av denne.

8. Äldre bestämmelser gäller fortfarande i fråga om börsauktion, varom ansökan gjorts före den 1 januari 1975.

9. Förekommer i lag eller annan författning hänvisning till föreskrift som ersatts genom bestämmelse i denna lag, tillämpas i stället den nya bestämmelsen.

**Förslag till**
**Kungörelse om Stockholms fondbörs**

*Inledande bestämmelse*

1 § Beteckningar i denna kungörelse har samma innebörd som i lagen (1974: 000) om Stockholms fondbörs.

Värdepapper för vilket börsstyrelsen ombesörjer notering av kurs kallas i denna kungörelse *börsnoterat värdepapper.* Ombesörjes notering av sammanslutning av svenska fondkommissionärer kallas värdepapperet *fondhandlarnoterat värdepapper.*

*Börsstyrelsen*

2 § Börsstyrelsen sammanträder på kallelse av ordföranden eller när minst två av de övriga ledamöterna begär det.

Kallelse med föredragningslista sändes till ledamöterna i god tid före sammanträdet. Listan och meddelande om sammanträdet sändes samtidigt även till suppleanterna och bankinspektionen.

3 § Börsstyrelsens beslut fattas med enkel röstövervikt. Omröstning sker öppet. Vid lika röstetal gäller den mening, som ordföranden biträder.

Börschefen, suppleant i börsstyrelsen och företrädare för bankinspektionen har rätt att deltaga i överläggningarna och få sin mening antecknad till protokollet.

Protokoll över sammanträdet justeras av ordföranden.

4 § Börsstyrelsen fastställer ordningsregler för fondbörsen och instruktion för börschefen.

*Förvaltningsberättelse och revisionsberättelse*

5 § Senast den 1 mars varje år skall börsstyrelsen till revisorerna avge berättelse över fondbörsens ekonomiska förvaltning under närmast föregående räkenskapsår. Berättelsen skall åtföljas av balansräkning och resultaträkning.

Revisorerna skall avge revisionsberättelse för varje räkenskapsår. Berättelsen överlämnas till bankinspektionen före utgången av april. En avskrift tillställes börsstyrelsen.

*Inregistrering vid fondbörsen*

6 § Vid fondbörsen kan inregistreras aktier, obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev. Emissionsbevis som grundas på innehav av inregistrerade värdepapper av nyss angivet slag anses som inregistrerade.

7 § Inregistrering sker på grund av ansökan, om ej annat följer av 6, 9 eller 11 §. Ansökan om inregistrering för börsnotering göres hos börsstyrelsen. Ansökan om inregistrering för fondhandlarnotering göres hos sammanslutning som avses i 1 § andra stycket.

8 § Ansökan om inregistrering av aktier göres skriftligen av det bolag, vars aktier inregistreringen avser.

Till ansökningshandlingen skall i fråga om svenska aktier fogas

1. bolagsordning,
2. bevis att aktiekapitalet till fullo inbetalts,
3. uppgift om aktiernas marknadsvärde och spridning bland allmänheten samt redogörelse för ägarförhållanden i fråga om bolagets aktier,
4. uppgift om aktienummer och aktiernas fördelning på aktiebrev, nummer eller årtal för närmast förfallande kupong och – om i bolagsordningen finns bestämmelse om förbehåll som avses i 2 § andra stycket lagen (1916: 156) om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag – särskild uppgift om numren på aktier utan förbehåll (fria aktier),
5. årsredovisningar, revisionsberättelser och delårsrapporter avseende de fem senaste räkenskapsåren liksom emissionsprospekt som utgivits under nämnda tid, samt
6. åtagande av bolaget att i enlighet med formulär fastställt av börsstyrelsen dels offentliggöra upplysningar om bolaget, dels medverka till att börsstyrelsen och, i förekommande fall, sammanslutning som sägs i 1 § andra stycket, kan fullgöra sina uppgifter enligt lagen ( 1974: 000) om Stockholms fondbörs eller med stöd därav meddelade föreskrifter.

Andra stycket 4 gäller ej i fråga om aktier i aktiebolag, på vilket lagen (1970: 596) om förenklad aktiehantering är tillämplig. Har sådant bolag utfärdat fria aktier, skall bolaget till ansökningshandlingen foga särskild uppgift om antalet sådana aktier.

För aktier i utländskt bolag gäller andra stycket i tillämpliga delar.

Om särskilda skäl finns för det, får inregistrering ske även om i andra stycket 5 nämnda handlingar för det bolag, vars aktier inregistreringen avser, kan företes för endast ett räkenskapsår.

9 § Har aktiekapital ökats såvitt avser aktier som är inregistrerade vid fondbörsen och har ej bolaget utan dröjsmål ansökt om inregistrering av de aktier som svarar mot ökningen, kan inregistrering av de nya aktierna ske utan att ansökan föreligger.

Beslut om inregistrering som i första stycket sägs meddelas av

börsstyrelsen eller, om notering av de tidigare inregistrerade aktierna ombesörjes av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, av denna.

10 § Ansökan om inregistrering av obligationer göres skriftligen av den som utgivit obligationerna eller, om annan trätt i hans ställe, av denne.

Till ansökningshandlingen skall fogas uppgift om

1. totalbeloppet av de obligationer som avses med ansökningen samt utfäst ränta,
2. obligationernas spridning på marknaden,
3. serier i vilka obligationerna har indelats och obligationernas valörer och antal, samt
4. lånevillkoren.

Till ansökningshandlingen skall även fogas emissionsprospekt som utges i anledning av det lån som ansökningen gäller. Är fråga om inregistrering av premieobligationer skall dessutom lämnas uppgift om vinstplan och tidpunkter för dragning.

Om ansökningen avser obligationer utgivna av bolag vars aktier ej är inregistrerade vid fondbörsen, skall till ansökningshandlingen fogas bolagsordning samt, om ej särskilda omständigheter föranleder annat, årsredovisningar, revisionsberättelser och delårsrapporter avseende de två senaste räkenskapsåren liksom prospekt rörande emission av aktier och obligationer som utgivits under nämnda tid.

Bestämmelserna i denna paragraf gäller i tillämpliga delar även förlagsbevis och liknande skuldebrev.

11 § Med bankinspektionens samtycke får, om särskilda skäl finns för det, inregistrering för fondhandlarnotering ske utan ansökan även i andra fall än i 9 § sägs.

12 § Inregistrering får ej ske av

1. aktier tillhörande emission, som ej blivit helt inbetald eller för vilken aktiebrev eller, i fråga om utländskt aktiebolag, mot aktiebrev svarande utländskt värdepapper ej utfärdats,
2. obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev om någon som är ansvarig för de obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev som inregistreringen avser ej fullgjort sina förpliktelser i fråga om dessa,
3. obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev som utgivits av utländsk låntagare och vilka ej offentligen utbjudits inom landet av svensk bank,
4. skuldebrev som helt eller delvis kan utbytas mot eller är förenat med optionsrätt till nyteckning av aktie i aktiebolag vars aktier ej är inregistrerade vid fondbörsen,
5. skuldebrev som är förenat med rätt till ränta vars storlek helt eller delvis beror på utdelningen till aktieägare i bolag, vars aktier ej är inregistrerade vid fondbörsen, eller på vinsten i sådant bolag, eller
6. aktier, obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev om utgivaren, eller, om annan trätt i hans ställe, denne inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation.

Aktier i aktiebolag, på vilket lagen (1970: 596) om förenklad aktiehantering är tillämplig, får inregistreras utan hinder av att aktierna ej

motsvaras av aktiebrev. Vad nu sagts gäller på likartat sätt i fråga om utländska värdepapper, om bankinspektionen samtycker till det.

13 § Inregistrering för börsnotering får ej ske av

1. aktier i aktiebolag vars eget kapital understiger tio miljoner kronor eller motsvarande belopp i utländsk valuta enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistreringen avgöres,

2. aktier för vilka det sammanlagda marknadsvärdet av det slag som inregistreringen avser understiger tio miljoner kronor eller motsvarande belopp i utländsk valuta enligt växelkursen vid den tid frågan om inregistreringen avgöres, eller

3. obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev om det nominella belopp som inregistreringen avser understiger tio miljoner kronor eller motsvarande belopp i utländsk valuta enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistreringen avgöres.

14 § Börsstyrelsen får, om särskilda skäl finns för det, besluta att börsnoterat värdepapper i stället skall fondhandlarnoteras. Sådant beslut får ej meddelas innan den som utgivit värdepapperet eller, om annan trätt i hans ställe, denne beretts tillfälle att yttra sig.

Värdepapper, som är fondhandlarnoterat, kan efter ansökan hos börsstyrelsen i stället börsnoteras. I fråga om ansökan och beslut härom äger vad som föreskrivits om inregistrering i 8, 10 och 12–13 §§ motsvarande tillämpning.

Samma värdepapper får ej samtidigt vara såväl börs- som fondhandlarnoterat.

*Handel och notering*

15 § Handel och notering vid fondbörsen sker varje helgfri dag utom lördag. Dock får börsstyrelsen besluta att börsverksamheten ej skall äga rum på nyårsafton eller på annan dag i omedelbar anslutning till helg.

16 § Handel vid fondbörsen får avse endast köp och försäljning som skall verkställas utan uppskov samt äger rum vid upprop eller eljest på sätt börsstyrelsen bestämmer. Börsstyrelsen eller, om notering ombesörjes av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, denna bestämmer för varje värdepapper det minsta antal eller det lägsta nominella belopp som får bli föremål för handel och notering (*börspost*).

Bestämmelser om uppgörelse av börsaffär meddelas av börsstyrelsen.

17 § Vid handel föres protokoll. Notering sker genom att i protokollet för varje värdepapper upptages dels förekommande betalkurser, dels köp- och säljkurser till bedömning av marknadsläget. I fråga om varje avslut antecknas i protokollet, förutom den kurs till vilken avslutet ägt rum, parternas namn och vad som genom avslutet överlåtits.

Noterade kurser och omsättningsuppgifter offentliggöres på sätt börsstyrelsen bestämmer samt intages snarast i tryckt kurslista.

18 § Bankinspektionen bestämmer den provision som börsmedlem skall uppbära i anledning av avtal om överlåtelse av inregistrerat värdepapper som han för annans räkning ingått vid eller utanför fondbörsen.

*Anmälan av affärer i inregistrerade värdepapper*

19 § Börsmedlem skall i den ordning börsstyrelsen bestämmer genast anmäla alla avslut i inregistrerade värdepapper, omfattande minst en börspost, som han gjort för egen räkning eller för annans räkning medverkat till, antingen vid eller utanför fondbörsen. Sådan anmälan skall innehålla uppgift om dagen för avslutet, vad som därigenom överlåtits samt kursen. Har avslut kommit till stånd genom medverkan av börsmedlemmar på ömse sidor åligger anmälningsskyldigheten den medlem som är köpare. Börsstyrelsen tillser att i kurslista snarast möjligt lämnas en sammanställning av gjorda anmälningar. I sådan sammanställning får utelämnas anmälan vars medtagande enligt börsstyrelsens mening ej är av väsentlig betydelse för bedömning av marknadsläget.

*Börsmedlemmar och börsombud*

20 § Den som ansöker om medlemskap vid fondbörsen skall styrka att han är fondkommissionär och att han är lämplig som medlem.

21 § Den som ansöker om godkännande av börsombud skall styrka att denne är fast anställd hos sökanden och på grund av tjänstgöring hos fondkommissionär eller i bank eller på annat sätt förvärvat den erfarenhet och kunskap som erfordras för uppgiften.

I samband med ansökan om godkännande av börsombud skall börsmedlem lämna upplysning i den omfattning börsstyrelsen bestämmer om anställningsvillkor och andra omständigheter av betydelse för ärendets prövning.

22 § Ansökan om förnyat godkännande av börsombud skall göras årligen före den 1 december. I ansökningshandlingen skall uppges om ändring skett eller är avsedd att ske i förhållande som anges i 21 §.

Börsmedlem skall omedelbart till börsstyrelsen anmäla när börsombud entledigats eller uppsagt sin tjänst eller när förhållande som anges i 21 § eljest ändrats.

*Avgifter till fondbörsen*

23 § Börsmedlem skall erlägga en inträdesavgift av 10 000 kronor. Har medlem övertagit annan medlems rörelse, kan dock börsstyrelsen medge befrielse från avgiften, om särskilda skäl föranleder det.

Börsmedlem skall varje år betala medlemsavgift till bestridande av fondbörsens omkostnader. Avgiften erlägges i förskott och utgår med 2,5 procent eller det lägre procenttal, som börsstyrelsen bestämmer, av sammanlagda beloppet av de provisioner som medlemmen året innan uppburit på avtal om köp eller försäljning av värdepapper. Lägsta avgiften är dock 1 000 kronor. Avgifterna skall sammanlagt uppgå till minst en fjärdedel av årsavgifterna för värdepapper enligt 24 § andra stycket. För nyantagen medlem är första årets avgift 1 000 kronor.

Uppstår under något räkenskapsår brist i fondbörsens verksamhet, som ej kan täckas av eget kapital utöver grundfonden, får börsstyrelsen taga

ut en tilläggsavgift för att täcka återstoden av bristen. Tilläggsavgiften skall erläggas av de medlemmar som är anslutna till börsen vid räkenskapsårets utgång och beräknas i förhållande till det provisionsbelopp, som anges i andra stycket.

Årliga avgifter erläggas före den 15 februari. Upphör någon att vara börsmedlem, har han ej rätt att få tillbaka vad han erlagt. Börsstyrelsen får dock medge återbetalning av viss del av erlagda årsavgifter, om särskilda omständigheter föranleder det.

24 § För aktier och utländska obligationer utgår, om inregistrering ej sker enligt 11 §, inregistreringsavgift som för aktier är 5/100 promille av det sammanlagda marknadsvärdet vid tiden för inregistreringen av det slags aktier inregistreringen avser och för utländska obligationer 5/100 promille av det nominella belopp inregistreringen avser, i varje fall dock minst 2 000 kronor. För inregistrering av aktier i aktiebolag vari förut aktier är inregistrerade vid fondbörsen, utgår dock ej avgift.

För inregistrerat värdepapper, utom emissionsbevis och sådant som inregistrerats enligt 11 §, utgår årsavgift som betalas i förskott senast den 15 februari. Avgiften bestämmes av börsstyrelsen och är för aktier högst 3/100 promille av det sammanlagda marknadsvärdet vid det föregående årets utgång av varje slag inregistrerade aktier, dock minst 2 000 kronor, samt för obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev högst 1 200 kronor om värdepapperet noteras dagligen och annars högst 500 kronor.

Börsstyrelsen har rätt att efterge årsavgiften för särskilt fall.

Utgår avgift i förhållande till nominellt belopp eller marknadsvärde, skall i förekommande fall omräkning ske till svenska kronor. För inregistreringsavgift sker omräkningen enligt den växelkurs som gäller vid tiden för inregistreringen och för årsavgift enligt växelkursen vid det föregående årets utgång.

Har ansökan om inregistrering av värdepapper avslagits får sökande tillbaka inregistreringsavgift som betalats i förskott.

Inregistrerings- eller årsavgift för värdepapper som avregistrerats från fondbörsen återbetalas ej. I fråga om värdepapper som inregistreras på nytt inom ett år från beslutet om avregistrering, kan börsstyrelsen dock medge befrielse från ny inregistreringsavgift.

*Bidrag till bestridande av kostnad för tillsyn över fondbörsen*

25 § Fondbörsen skall årligen utge bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet med 50 000 kronor. Bidraget skall före utgången av februari för inspektionens räkning sättas in på statsverkets checkräkning i riksbanken.

1. Denna kungörelse träder i kraft den 1 januari 1975.
2. Genom kungörelsen upphäves börsordningen (1969: 546) för Stockholms fondbörs.
3. Värdepapper som är inregistrerat enligt äldre bestämmelser anses såsom inregistrerat för börsnotering.

4. Förvaltningsberättelse för år 1974 upprättas av den enligt äldre bestämmelser utsedda börsstyrelsen. Revision för år 1974 verkställes av de revisorer som enligt äldre bestämmelser utsetts för nämnda år. Avskrift av revisionsberättelsen tillställes den enligt lagen (1974: 000) om Stockholms fondbörs utsedda styrelsen.

**Förslag till**
**Lag om ändring i lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet**

Härigenom förordnas i fråga om lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet

*dels* att rubriken till lagen skall lyda Fondkommissionslag,

*dels* att 26–37, 42 och 56 §§ skall upphöra att gälla,

*dels* att 38–39 och 49 §§ skall ha nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 38 § | |
| Tillsynsmyndigheten skall – – – hela riket. | |
| Jämte de uppgifter, som eljest i denna lag omförmälas, har tillsynsmyndigheten att verka för att fondhandeln *och fondbörsverksamheten* i riket *äga* rum på ett tillfredsställande sätt samt att föreslå de åtgärder, vilka i sådant hänseende kunna vara påkallade. | Jämte de uppgifter, som eljest i denna lag omförmälas, har tillsynsmyndigheten att verka för att fondhandeln i riket *äger* rum på ett tillfredsställande sätt samt att föreslå de åtgärder, vilka i sådant hänseende kunna vara påkallade. |
| Närmare bestämmelser – – – av Konungen. | |
| 39 § | |
| Den, som hos tillsynsmyndigheten innehar befattning, på grund av vilken han har att grans- | Den, som hos tillsynsmyndigheten innehar befattning, på grund av vilken han har att granska |

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| ka fondkommissionärers *eller fondbörsers* verksamhet eller eljest deltaga i handläggning av ärenden, vilka röra tillämpningen av denna lag, må icke vara fondkommissionär eller anställd hos fondkommissionär eller deltaga i styrelsen av bolag, som driver fondkommissionsrörelse, eller äga del i sådant bolag, *med undantag av bankaktiebolag eller solidariskt bankbolag, ej heller deltaga i styrelsen av eller vara anställd vid fondbörs.* | fondkommissionärers verksamhet eller eljest deltaga i handläggning av ärenden, vilka röra tillämpningen av denna lag, må icke vara fondkommissionär eller anställd hos fondkommissionär eller deltaga i styrelsen av bolag, som driver fondkommissionsrörelse, eller äga del i sådant bolag. |
| 49 § | |
| Till dagsböter dömes | Till dagsböter dömes |
| *1) den, som bryter mot vad i 42 § stadgas;* | *1)* den, som offentliggör eller bland ett flertal personer utsprider meddelande, vilket uppenbarligen har till syfte att uppmuntra till spekulation i fondpapper; |
| *2)* den, som offentliggör eller bland ett flertal personer utsprider meddelande, vilket uppenbarligen har till syfte att uppmuntra till spekulation i fondpapper; | *2)* den, som i syfte att inverka på allmänhetens eller ett flertal personers uppfattning om fondpappers värde eller om fondmarknadens läge över huvud utsprider rykte, som han vet vara osant, ingår skenavtal eller annorledes svikligen förfar; |
| *3)* den, som i syfte att inverka på allmänhetens eller ett flertal personers uppfattning om fondpappers värde eller om fondmarknadens läge över huvud utsprider rykte, som han vet vara osant, ingår skenavtal eller annorledes svikligen förfar; | *3)* den, som för egen eller annans fördel begagnar sig av någons oerfarenhet eller lättsinne till att förleda honom till spekulation i fondpapper i större utsträckning än som med hänsyn till hans tillgångar kan anses rimligt. |
| *4)* den, som för egen eller annans fördel begagnar sig av någons oerfarenhet eller lättsinne till att förleda honom till spekulation i fondpapper i större utsträckning än som med hänsyn till hans tillgångar kan anses rimligt. | |

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| Är brott som under *3)* eller *4)* sägs grovt, må dömas till fängelse i högst ett år. | Är brott som under *2)* eller *3)* sägs grovt, må dömas till fängelse i högst ett år. |
| I fråga om brott, som under *3)* eller *4)* avses, må ovan stadgade straff icke tillämpas, om för gärningen är stadgat strängare straff i brottsbalken. | I fråga om brott, som under 2) eller 3) avses, må ovan stadgade straff icke tillämpas, om för gärningen är stadgat strängare straff i brottsbalken. |

---

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1975.

**Förslag till**
**Lag om ändring i lagen (1971: 827) om registrering av aktieinnehav**

Härigenom förordnas i fråga om lagen (1971: 827) om registrering av aktieinnehav att 1 § skall ha nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 1 § | |
| Denna lag är tillämplig på sådan aktie i svenskt aktiebolag som noteras vid Stockholms fondbörs *eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer.* | Denna lag är tillämplig på sådan aktie i svenskt aktiebolag som noteras vid Stockholms fondbörs. |

Bestämmelserna i – – – vinst (vinstandelsbevis).

---

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1976.

**Förslag till**
**Kungörelse om ändring i kungörelsen (1965: 859) om fondkommissionärs bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet.**

Kungl. Maj:t har funnit gott förordna, att kungörelsen (1965: 859) om fondkommissionärs bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet[1] skall ha nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| Till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet enligt *lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet* skall fondkommissionär årligen erlägga bidrag, fondkommissionär som är bunden av försäkran enligt 7 § i lagen med fyra tiondels och annan fondkommissionär med sju tiondels procent av sammanlagda beloppet av de provisioner kommissionären under närmast föregående kalenderår uppburit på avtal som han slutit om köp och försäljning av fondpapper. | Till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet enligt *fondkommissionslagen (1919: 240)* skall fondkommissionär årligen erlägga bidrag, fondkommissionär som är bunden av försäkran enligt 7 § i lagen med fyra tiondels och annan fondkommissionär med sju tiondels procent av sammanlagda beloppet av de provisioner kommissionären under närmast föregående kalenderår uppburit på avtal som han slutit om köp och försäljning av fondpapper. |

Bankinspektionen skall – – – inspektionens postgirokonto.
För första – – – bidraget utgår.

---

Denna kungörelse träder i kraft den 1 januari 1975.

[1] Senaste lydelse av kungörelsen 1972: 612.

**Förslag till**
**Kungörelse om ändring i instruktionen (1970: 538) för bankinspektionen**

Kungl. Maj:t har funnit gott förordna, att 2, 8, 9 och 12 §§ instruktionen (1970: 538) för bankinspektionen skall ha nedan angivna lydelse.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 2 §[1] | |
| Inspektionen har som central förvaltningsmyndighet till uppgift att | Inspektionen har som central förvaltningsmyndighet till uppgift att |
| utöva tillsyn över postbanken, bankaktiebolag, sparbanker, kreditaktiebolag, Sveriges allmänna hypoteksbank, Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, landshypoteks- och stadshypoteksföreningar, fondkommissionärer och *fondbörser*, jordbrukets kreditkassor och deras riksorganisation samt Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen), | utöva tillsyn över postbanken, bankaktiebolag, sparbanker, kreditaktiebolag, Sveriges allmänna hypoteksbank, Konungariket Sveriges stadshypotekskassa, landshypoteks- och stadshypoteksföreningar, fondkommissionärer och *Stockholms fondbörs*, jordbrukets kreditkassor och deras riksorganisation samt Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag (värdepapperscentralen), |
| vara registreringsmyndighet — — — av aktieinnehav. | |

[1] Senaste lydelse 1971: 930.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
|---|---|
| 8 §[1] | |
| Av styrelsen – – – ändring däri, | |
| 7. frågor om sammankallande av extra bolagsstämma med bankaktiebolag, kreditaktiebolag eller värdepapperscentralen, extra sammanträde med sparbanks huvudmän, extra stämma med jordbrukskasserörelsens riksorganisation, kreditkassa för jordbrukskredit, stadshypotekskassan eller hypoteksförening, extra sammankomst med hypoteksbanken eller sammankallande av *fondbörsstyrelse,* | 7. frågor om sammankallande av extra bolagsstämma med bankaktiebolag, kreditaktiebolag eller värdepapperscentralen, extra sammanträde med sparbanks huvudmän, extra stämma med jordbrukskasserörelsens riksorganisation, kreditkassa för jordbrukskredit, stadshypotekskassan eller hypoteksförening, extra sammankomst med hypoteksbanken eller sammankallande av *fondbörsens styrelse,* |
| 8. frågor om tillstånd – – – till styrelsen. | |
| 9 § | |
| Styrelsen är – – – generaldirektören biträder. | |
| För beslut att kalla till extra bolagsstämma, extra sammanträde, extra stämma eller extra sammankomst eller att sammankalla *fondbörsstyrelse* fordras att generaldirektören biträder beslutet. | För beslut att kalla till extra bolagsstämma, extra sammanträde, extra stämma eller extra sammankomst eller att sammankalla *styrelsen för fondbörsen* fordras att generaldirektören biträder beslutet. |
| Om omröstning – – – med styrelsen. | |
| 12 §[1] | |
| Vid stämma, sammankomst eller sammanträde enligt 150 § lagen (1955: 183) om bankrörelse, 47 § kungörelsen (1955: 422) om sparbanker, *25 eller 36 § lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksam-* | Vid stämma, sammankomst eller sammanträde enligt 150 § lagen (1955: 183) om bankrörelse, 47 § kungörelsen (1955: 422) om sparbanker, *25 § fondkommissionslagen (1919: 240) eller 27 § lagen (1974: 000) om Stockholms* |

[1] Senaste lydelse 1970: 602.

| *Nuvarande lydelse* | *Föreslagen lydelse* |
| --- | --- |
| *het*, 72 § lagen (1956: 216) om jordbrukskasserörelsen, 8 § lagen (1963: 76) om kreditaktiebolag, 3 § kungörelsen (1970: 68) om tillsyn över landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna eller 3 § kungörelsen (1970: 601) om tillsyn över Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag eller vid sammanträde enligt 3 § kungörelsen (1969: 733) om tillsyn av postbanken m. m. företräder generaldirektören eller, efter beslut av generaldirektören, bankinspektör eller byråchef inspektionen. | *fondbörs*, 72 § lagen (1956: 216) om jordbrukskasserörelsen, 8 § lagen (1963: 76) om kreditaktiebolag, 3 § kungörelsen (1970: 68) om tillsyn över landshypoteks- och stadshypoteksinstitutionerna eller 3 § kungörelsen (1970: 601) om tillsyn över Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag eller vid sammanträde enligt 3 § kungörelsen (1969: 733) om tillsyn av postbanken m. m. företräder generaldirektören eller, efter beslut av generaldirektören, bankinspektör eller byråchef inspektionen. |
| Undersökning vid tillsynen enligt 2 § över postbanken, bankaktiebolag, sparbanker, kreditaktiebolag, hypoteksbanken, stadshypotekskassan, hypoteksföreningar, fondkommissionärer, *fondbörser*, jordbrukets kreditkassor eller deras riksorganisation eller värdepapperscentralen utföres av generaldirektören eller, efter beslut av generaldirektören, av bankinspektör, byråchef eller annan tjänsteman hos inspektionen. | Undersökning vid tillsynen enligt 2 § över postbanken, bankaktiebolag, sparbanker, kreditaktiebolag, hypoteksbanken, stadshypotekskassan, hypoteksföreningar, fondkommissionärer, *fondbörsen*, jordbrukets kreditkassor eller deras riksorganisation eller värdepapperscentralen utföres av generaldirektören eller, efter beslut av generaldirektören, av bankinspektör, byråchef eller annan tjänsteman hos inspektionen. |

---

Denna kungörelse träder i kraft den 1 januari 1975.

# 1 Utredningsuppdraget

## 1.1 *Direktiven*

De direktiv som chefen för finansdepartementet, statsrådet Sträng, den 4 februari 1966 utfärdade för fondbörsutredningen har i sin helhet återgetts i det första delbetänkande som utredningen har avlämnat, Förenklad aktiehantering; nya regler för aktiebrev och aktiebok (SOU 1968: 59), avsnitt 1.1.

Den 10 november 1972 gav finansministern utredningen följande tilläggsdirektiv:

– – – Efter bemyndigande av Kungl. Maj: t den 4 februari 1966 tillkallade jag nio sakkunniga med uppdrag att se över börslagstiftningen. De sakkunniga har antagit namnet fondbörsutredningen. Enligt direktiven skulle översynen bl. a. avse lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Beträffande omfattningen av en sådan översyn uttalade jag att åtskilliga av de spörsmål som berörde värdepappersmarknadens problematik föll utanför lagens giltighetsområde. Jag framhöll å andra sidan att denna lag innehöll bestämmelser som i och för sig inte borde omfattas av den föreslagna översynen. Jag syftade i sistnämnda hänseende på det i lagen behandlade avsnittet om fondkommissionsrörelse.

Utredningen har hittills avgett betänkandena (SOU 1968: 59) Förenklad aktiehantering, (SOU 1970: 38) Förtrolig företagsinformation och börshandel samt (SOU 1971: 9) Större företags offentliga redovisning. I skrivelse den 13 oktober 1972 till mig har utredningen anfört att den f. n. utarbetar sitt slutbetänkande. I detta kommer att behandlas bl. a. fondbörsens funktion och organisation, riktlinjerna för börsintroduktion, avförande från notering av aktier m. m. Utredningen har under arbetets gång funnit det lämpligt att i anslutning till översynen av bestämmelserna om fondbörsen se över också reglerna om fondkommissionsrörelse. Under erinran om att översynen av börslagstiftningen enligt direktiven inte skulle omfatta det kapitel i lagen som behandlar fondkommissionsrörelse anhåller utredningen att dess uppdrag utvidgas till att gälla också detta spörsmål.

Med fondkommissionsrörelse förstås enligt 1919 års lagstiftning yrkesmässigt idkad verksamhet som avser köp och försäljning i kommission av aktier och andra delaktighetsbevis i bolag samt obligationer. Den som driver sådan rörelse kallas fondkommissionär. För att få driva fondkommissionsrörelse krävs särskilt tillstånd. Vissa villkor gäller dessutom för rätten att driva sådan rörelse. Bl. a. ställs krav på utövarens erfarenhet, lämplighet och solvens. Tillstånd får inte meddelas, om rörelsen kan bli till skada för det allmänna. Särskild försäkran kan avges av utövaren att han inte kommer att handla med fondpapper för egen räkning, vare sig själv eller genom annan. Tillstånd att driva fondkommissionsrörelse är enligt lagen förfallet under vissa angivna förutsättningar. I fråga om återkallelse av meddelat tillstånd finns också särskilda bestämmelser. Återkallelse kan bl. a. ske, om tillståndsinnehavaren överträtt nämnda lag eller på annat sätt visat sig olämplig att utöva rörelsen eller om rörelsen anses vara till skada för det allmänna. Vidare finns bestämmelser om tillsyn och redovisning.

De bestämmelser om fondkommissionsrörelse, för vilka jag nu redogjort, är delvis föråldrade och även redaktionellt i behov av översyn. Jag delar därför utredningens uppfattning att en översyn av dessa regler nu bör komma till stånd. Av förarbetena till 1919 års lagstiftning framgår att ett av syftena med denna var att åstadkomma ett skydd för allmänheten vid handel med värdepapper. Man skulle sålunda inte behöva riskera att anförtro sina uppdrag åt personer som på grund av okunnighet eller vårdslöshet kunde komma att handla i strid mot uppdragsgivarens intresse eller som på grund av dessa omständigheter eller dålig ekonomi kunde åsamka uppdragsgivaren förluster. Enligt min mening bör dessa grundtankar alltjämt tjäna som riktpunkt för regler om fondkommissionsverksamhet.

I en del hänseenden kan förenklingar tänkas. Detta gäller bl. a. de delvis ganska detaljerade föreskrifterna om förutsättningar för tillstånd att utöva verksamheten. Vidare bör övervägas att i olika avseenden precisera och skärpa reglerna om verksamhetens utövande. Särskilt bör utredas frågor om fondkommissionärens rätt att göra affärer för egen räkning, om självinträde, inbördes affärer och om anmälan av aktieinnehav m. m. Reglerna om tillsyn över fondkommissionsverksamhet bör vidare ses över liksom bestämmelserna i processuellt och straffrättsligt hänseende. – – –

Man kan ur direktiven och tilläggsdirektiven särskilja vissa huvudfrågor. Utredningen skall närmast företa en genomgång av dessa. Syftet är att ge en överblick över de olika problem som det återstår för utredningen att behandla. Denna överblick får sedan tjäna som grund för uppgörande av disposition av detta betänkande.

### 1.2 *Information om s. k. aktiemarknadsbolag*

En fråga som berörs i direktiven gäller åtgärder för förbättrad information om bolag för vilkas aktier en marknad förekommer eller kan förekomma. Härvid avses insyn i såväl sådana bolags ekonomiska situation som deras ägarförhållanden.

Frågor om förbättrade *upplysningar i ekonomiskt avseende* om bolag behandlade utredningen i sitt tredje delbetänkande, Större företags offentliga redovisning (SOU 1971:9), vari framlades förslag i syfte att företagens redovisningshandlingar och rapporter skall få tillfredsställande beskaffenhet i fråga om innehåll och frekvens. Som påpekades i det betänkandet (s. 20) finns vissa beröringspunkter mellan detta och utredningens andra delbetänkande, Förtrolig företagsinformation och börshandel (SOU 1970:38). Däri framhölls bl. a. vikten av effektiva former för företagens kommunikation med aktiemarknaden så att informationen meddelas snabbast möjligt efter det att definitivt beslut eller avtal träffats etc. I sistnämnda betänkande behandlades emellertid framför allt en särskild aspekt på informationsproblemet, nämligen frågan om missbruk eller otillbörligt utnyttjande av förtrolig bolagsinformation. Betänkandet har legat till grund för lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav. Enligt lagen skall styrelseledamot och annan ledande person i bolag, vars aktier är noterade på Stockholms fondbörs eller upptagna på Svenska fondhandlareföreningens lista, anmäla innehav av sådana aktier i bolaget som ägs av honom själv, hans make, omyndigt barn, som står under hans vårdnad, eller av juridisk person med vilken någon av dem har väsentlig ekonomisk gemenskap.

Som framgått berör nämnda lag i viss mån den sida av insynsaspekten som gäller kunskap om *aktieägarförhållandena* i bolag. Frågan härom diskuterades, förutom i SOU 1970:38, också i utredningens första och tredje delbetänkanden.

Ett genomförande av det förslag om en förenkling av aktiehanteringen, som framlades i det första betänkandet, skulle ha medfört att aktieboken kommit att innehålla en i stort sett fullständig, offentlig uppgift om aktieägare. Dessa regler avsågs bli obligatoriska för de börsintroducerade bolagen. Det påpekades att kunskap om ägarförhållandena var önskvärd från flera synpunkter, såsom för bolagen själva, för det allmänna, för dem som vill placera medel i bolagen och för att skapa bättre möjligheter till kontakt mellan mindre aktieägare (SOU 1968:59 s. 48). Den på utredningens förslag grundade lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering företer emellertid vissa avvikelser från utredningsförslaget. I lagen föreskrivs att aktieinnehav, som registrerats i aktieboken och uppgår till högst 500 aktier, inte skall ingå i för allmänheten tillgänglig utskrift av aktieboken. Vidare finns bestämmelser om s. k. förvaltarregistrering innebärande att för aktier som deponerats hos bank eller fondkommissionär, förvaltaren kan registreras som mottagare av utdelningar och emissionsbevis. Även förvaltare skall dock lämna offentligen tillgänglig uppgift om aktiedeposition överstigande 500 aktier i ett bolag. Slutligen är tillämpningen av aktiehanteringslagen frivillig även för börsbolag. I prop. (1970:99 s. 60) till lagen konstaterade

finansministern att det nya aktiehanteringssystemet fick till följd, närmast som bieffekt, en förbättrad insyn i aktiebolagens ägarförhållanden. Finansministern hänvisade till att under remissbehandlingen av utredningens betänkande diskuterats hur långt kraven på offentlighet i förevarande avseende borde sträckas. Enligt en sålunda redovisad uppfattning borde i registreringshänseende skillnad göras mellan mindre och större aktieinnehav. Varken samhället eller allmänheten ansågs kunna ha något berättigat intresse av att känna till namnen på personer med små aktieposter. För många framstod aktieägandet i dagens läge som en av åtskilliga sparformer och skäl fanns för samma sekretesskydd i fråga om mindre aktieinnehav som i fråga om tillgodohavande på bankräkning. Däremot ansågs det vara angeläget att personer som genom sitt aktieinnehav kunde påverka ett bolags förvaltning inte förblev anonyma. Finansministern förklarade sig dela den uppfattningen som sålunda kom till uttryck under remissbehandlingen av utredningens första delbetänkande.

Som redan sagts återkom utredningen i sitt tredje delbetänkande till frågan om insyn i ägarförhållandena. Det uttalades att införandet av 500-aktier-gränsen syntes innebära att småspararnas intresse av anonymitet och sekretess ansetts så beaktansvärt att en av de synpunkter som kunde anföras till stöd för fullständig, offentlig redovisning av aktieinnehav måst få vika, nämligen intresset hos mindre aktieägare att kunna komma i kontakt med andra sådana grupper för gemensamma aktioner. Detta intresse ansåg sig utredningen därför inte böra vidare diskutera i nämnda betänkande. Däremot fann utredningen att den i det sammanhanget borde ytterligare överväga frågan om en offentligen tillgänglig förteckning skulle finnas över aktieägare med visst större aktieinnehav. Utredningen anförde vissa betänkligheter mot det system med offentliggörande av i aktieboken registrerade innehav och av depositioner överstigande 500 aktier som upptagits i lagen om förenklad aktiehantering. Det framhölls bl. a. att en regel som anger aktieinnehav i absoluta tal kan få ytterst godtyckliga resultat. Emellertid kom utredningen fram till att man borde avvakta erfarenheter av aktiehanteringslagens regler och inte dessförinnan väcka förslag om ett nytt system (SOU 1971: 9 s. 86 f.). Utredningen, som erinrar om att bankinspektionen övervakar lagens tillämpning, har inte funnit anledning att nu inta en annan ståndpunkt. Dock vill utredningen anmärka att, ehuru börsföretagen i betydande utsträckning börjat använda sig av lagen, har under år 1973 förekommit uppmärksammade fall då stora bolag avstått härifrån. Detta är en oroande tendens då därigenom möjligheterna att nedbringa kostnaderna i värdepappershandeln minskas och en övergång till användande av datateknik i börsverksamheten försvåras.

Beträffande spörsmålet om information om aktiemarknadsbolagens ekonomiska situation och ägarförhållanden sägs i 1966 års direktiv att utredningen i samband med behandlingen av insynsfrågorna bör pröva riktlinjerna för börsintroduktion och avförande från notering av aktier. Som utredningen anmärkt i SOU 1971: 9 s. 20 avses dessa senare problem i stället bli behandlade i anslutning till nedannämnda frågekomplex om fondbörsens funktion, organisation m. m. Därvid kommer utredningen emellertid även att beröra vissa frågor om insyn i den ekonomiska situationen och ägarförhållanden för företag vars aktier eller andra värdepapper avses bli eller redan är inregistrerade vid börsen; härom i nästa avsnitt.

### 1.3 *Fondbörsens funktion, organisation m. m.*

Förutom de i föregående avsnitt angivna ämnena rörande insyn i aktiebolag anger 1966 års direktiv särskilt också vissa andra uppgifter för utredningen vilka strax skall nämnas. Enligt direktiven bör emellertid utredningen därutöver ta upp andra frågor – i direktiven inte preciserade – i den mån dessa spörsmål befinns så betydelsefulla för värdepappersmarknaden att de bör bli behandlade i samband med uppdragets full-

följande. Utredningen har nämligen – som påpekades även i SOU 1970: 38 s. 11 – att "inom den allmänna ram som bestäms av syftet med utredningen rätt att – – – ta upp de frågor som utredningen kan möta och framlägga därav betingade förslag".

De olika frågor som särskilt anges i 1966 års direktiv och som utredningen i sina tidigare betänkanden inte har sysslat med är följande.

Utredningen har tidigare nämnt att den enligt direktiven bör pröva riktlinjerna för börsintroduktion och avförande från notering av aktier. Under hänvisning till bl. a. det förhållandet att praktiskt taget hela marknaden i räntebärande lån har sökt sig från fondbörsen sägs i direktiven att utredningen bör analysera och diskutera obligationsmarknadens funktionssätt och mekanismer. Eftersom i hela utredningsuppdraget ingår frågor som i grunden berör fondbörsens ställning och funktion är det vidare enligt direktiven naturligt att utredningen även tar upp frågor om fondbörsens organisation och det därmed sammanhängande spörsmålet om huvudmannaskapet för börsen. Även tillsynsfrågan bör ägnas uppmärksamhet. Utredningen bör belysa de kostnader för det allmänna som kan föranledas av dess förslag, särskilt såvitt gäller organisations- och tillsynsfrågorna. Inom utredningens ämnesområde bör, enligt vad i 1966 års direktiv slutligen särskilt anmärks, också ligga frågor som har samband med den internationella handeln med värdepapper. Vad härefter angår de skilda ämnen som omfattas av 1966 års direktiv men inte preciserats i dessa har utredningen funnit anledning att beröra i huvudsak följande.

Till en början vill utredningen anföra, att den ser det som sin uppgift att diskutera räckvidden och den formella uppbyggnaden av svensk börslagstiftning. Vad särskilt angår räckvidden uppkommer bl. a. frågan om lagstiftningen bör omfatta handel i och kursnotering av värdepapper som sker i varje verksamhet av börskaraktär eller endast sådan börsverksamhet som avser värdepapper inregistrerade på officiell fondbörs, dvs. fondbörs upprättad i enlighet med börslagstiftningens bestämmelser. Eftersom frågan om lagstiftningens räckvidd är beroende av synen på de allmänna uppgifterna för en fondbörs i dagens samhälle kommer utredningen att ta upp också det ämnet, vilket för övrigt har direkt eller indirekt betydelse även för de andra frågor om börsverksamhet som utredningen ställts inför. Beträffande information om bolags ekonomiska och andra förhållanden har utredningen som förut påpekats avgett förslag härom i SOU 1971: 9. Vissa ytterligare frågor om sådan information aktualiseras i samband med bestämmande av villkoren för börsintroduktion och skyldigheterna i olika hänseenden för företag vars värdepapper upptagits på fondbörsen. I det senare hänseendet åsyftar utredningen bl. a. frågan om plikt för företag att lämna allmänheten upplysningar inte bara av periodisk karaktär – sådan information omfattas av SOU 1971: 9 – utan också av tillfällig karaktär, såsom om viktiga händelser, t. ex. när ett företag har träffat avtal om samgående med annat företag. Detta spörsmål sammanhänger med en annan fråga som utredningen ämnar beröra, nämligen frågan om befogenhet för fondbörsen att avfordra börsföretag – samt börsmedlemmar och börsombud – de upplysningar som fondbörsen behöver för att fullgöra sina uppgifter. Andra ämnen som utredningen behandlar är regler om handel och notering vid fondbörsen samt bestämmelser om börsmedlemmar och börsombud. Vidare kan här nämnas frågan om att ålägga börsmedlem skyldighet att till fondbörsen anmäla värdepappersaffärer som sker utanför fondbörsen. Därjämte tar utredningen upp bl. a. frågan om möjlighet för fondbörsen att tillfälligtvis avbryta handel och notering beträffande visst värdepapper samt vissa frågor om förfarandet vid handläggningen av ärenden vid fondbörsen.

### 1.4 *Fondkommissionärer*

Eftersom utredningens uppgifter inom förevarande område preciserats i de ovan återgiv-

na tilläggsdirektiven, kan här hänvisas till dessa.

Utredningsuppdraget i denna del har i viss utsträckning nära samband med de förut nämnda frågorna om fondbörsens verksamhet, särskilt på grund av det förhållandet att rätten att bedriva fondkommissionsrörelse är en förutsättning för medlemskap vid fondbörsen. Utredningen har därför övervägt möjligheten att i ett och samma betänkande behandla såväl de återstående frågorna enligt 1966 års direktiv som de frågor vilka aktualiseras i tilläggsdirektiven. Dessa överväganden har emellertid lett till slutsatsen att en sådan uppläggning i ej oväsentlig mån skulle fördröja utredningens möjligheter att avge förslag rörande de frågor som omfattas av 1966 års direktiv. Utredningen anser det angeläget att den avlämnar förslag i dessa frågor snarast möjligt så att statsmakterna utan onödigt uppskov får tillfälle att i det hänseendet förbereda och eventuellt genomföra ny lagstiftning. Föreliggande betänkande omfattar således ej reglerna om fondkommissionsrörelse. Dessa kommer att behandlas separat i utredningens sista delbetänkande.

# 2 Fondbörsen och värdepappersmarknaden

## 2.1 *Allmänna anmärkningar*

Kapitalmarknaden i vidsträckt mening består av en rad delmarknader, varav en är värdepappersmarknaden. Denna kan i sin tur bli föremål för indelning utifrån olika utgångspunkter av vilka ett par skall nämnas här.

Man kan först uppdela marknaden med hänsyn till värdepappernas art. En huvudgrupp utgörs av aktier och andra bevis om andelsrätt i bolag eller föreningar eller andra samfälligheter. En annan huvudgrupp omfattar de värdepapper som anses representera olika slags fordringsrätter. Hit hör bl. a. obligationer, partial- och förlagsbevis. En mellanform av dessa huvudgrupper utgör skuldebrev som på olika villkor kan utbytas mot eller ger rätt till teckning av aktier i emitterande företag – konvertibla skuldebrev respektive skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, se lagen (1973: 302) om konvertibla skuldebrev m. m. – och skuldebrev vars avkastning varierar med emitterande företags resultat, vinstandelsbevis (jfr SOU 1972: 63 s. 88). För utredningens vidkommande är det främst aktier och obligationer som är av intresse.

Värdepappersmarknaden kan vidare indelas med avseende på de institutionella former under vilka värdepapperen omsätts här i landet. I fråga om aktier och obligationer är det naturliga skiljemärket därvid om omsättningen sker på eller utanför landets enda officiella fondbörs, dvs. Stockholms fondbörs.

Under år 1972 omsattes på fondbörsen värdepapper – aktier och obligationer – till ett sammanlagt belopp av 1 880,8 miljoner kronor, därav aktier 1 602,2 och obligationer 278,6 miljoner kronor. Närmare statistiska uppgifter lämnas i *bilaga 1* (aktier) och *bilaga 2* (obligationer). Sistnämnda bilaga innehåller vissa allmänna synpunkter på svensk obligationsmarknad som utredningen återkommer till i avsnitt 6.1.2. Börshandeln utgör emellertid endast en del av omsättningen på aktie- och obligationsmarknaderna i vårt land (ordet värdepappersmarknad används i fortsättningen som beteckning för dessa marknader gemensamt). Eftersom värdepappersaffärer inte måste äga rum på börsen utan lagligen kan avslutas även utanför denna, sker en ej obetydlig värdepappershandel vid sidan av börsen. Detta gäller såväl börsinregistrerade som icke börsinregistrerade papper. Dessa transaktioner kommer till stånd antingen genom förmedling av fondkommissionär eller genom att avtal om överlåtelse träffas direkt mellan kontrahenterna.

En jämförelse mellan börsstatistiken och den av bankinspektionen årligen i dess statistik publicerade beräkningen av värdet på samtliga i landet omsatta aktier brukar ge vid handen att omsättningen av aktier på börsen uppgår till cirka 40 % av den totala omsättningen (jfr prop. 1970: 99 s. 29). Det bör anmärkas att börsstatistiken inte omfattar all

den aktiehandel som i verkligheten äger rum på fondbörsen, bl. a. inte affärer i uddaposter eller i emissionsbevis, dvs. teckningsrättsbevis och delbevis. Aktiemarknaden på Stockholms fondbörs omspänner emellertid så stor del av marknaden i de börsnoterade aktierna att börsen härutinnan får anses vara ett effektivt kursbildningsorgan (jfr SOU 1965: 72 s. 141 f.).

I fråga om obligationer kan erinras om det förhållandet att praktiskt taget hela marknaden i räntebärande lån har sökt sig från börsen. Obligationsteknikkommittén framhåller i sitt betänkande (SOU 1969: 13 s. 27) att beträffande räntebärande obligationer karakteriseras förhållandena i Sverige av en relativt begränsad omsättning, även om ibland större livaktighet kan förekomma. De större transaktioner som äger rum sker – säger kommittén – i regel vid sidan av börsen men förmedlas oftast av en mäklare. Kommittén (s. 19) påpekar även att placerarstrukturen har påtagligt ändrats sedan 1960-talet, främst därigenom att ett litet antal storplacerare, bl. a. Allmänna pensionsfonden, kommit att mer och mer dominera obligationsmarknaden. 1968 års kapitalmarknadsutredning anför (SOU 1972: 63 s. 80) att på obligationsmarknaden har AP-fonden tecknat mellan två tredjedelar och 90 % av varje nyemitterat industrilån och tendensen har varit att fonden köpt allt större andelar. Med en så dominerande köpare är det enligt kapitalmarknadsutredningen (p. a. st.) uppenbart att de grundläggande förutsättningarna för en marknadsprisbildning på obligationsmarknaden inte föreligger.

Enligt sitt uppdrag har utredningen att undersöka förhållandet mellan fondbörs och värdepappersmarknad. Undersökningen bör ha sin tyngdpunkt i frågor om fondbörsens medverkan till en effektivt fungerande värdepappersmarknad. Inom detta område åligger det utredningen att i mån av behov föreslå åtgärder.

Det ligger därvid i sakens natur att utredningen – även frånsett de gränser direktiven sätter – måste hålla sig inom en begränsad ram. Utredningen har funnit anledning att något utveckla skälen härför.

Till en början kan konstateras att åtskilliga faktorer som påverkar värdepappersmarknaden är av den arten att de ligger utanför lagstiftningens makt, t. ex. den internationella konjunkturen och utrikespolitiska händelser. Vidare kan nämnas allmänna finans- och kreditpolitiska åtgärder som i regel inte vidtas med särskild hänsyn till börshandeln. Det är knappast utredningens sak att ge sig i kast med problem av sådant slag. De torde närmast höra hemma i den ekonomiska vetenskapen. I *bilaga 3* lämnas dock en översikt över en speciell fråga av teoretisk natur, nämligen frågan om aktiekursers variation och samband med olika påverkande faktorer.

De angivna begränsningarna medför att de frågor av betydelse för börsverksamheten, som utredningen kommer att överväga, företrädesvis tar sikte på de subjekt som är knutna till börsen – funktionärer, medlemmar, ombud, introducerade företag – eller som anlitar dess tjänster, t. ex. den aktieägande allmänheten.

I avsnitt 2.3 kommer utredningen att söka belysa värdepappershandelns principiella betydelse i olika hänseenden för det ekonomiska livet i ett land av vår samhällstyp. För att dagens svenska börshandel i praktiken skall kunna fylla sina funktioner måste vissa elementära förutsättningar för börsverksamheten vara uppfyllda. Det gemensamma för dessa förutsättningar, som strax skall redovisas, är att de har betydelse för allmänhetens förtroende för börsen.

Först kan nämnas tekniska förutsättningar, dvs. sådana som medför att värdepappershandeln kan äga rum så enkelt och snabbt som möjligt. Hit hör frågor om t. ex. den yttre gången vid kursnotering, villkor rörande leverans av sålda värdepapper och erläggande av köplikvid, offentliggörande av kurslista m. m. I sitt betänkande om förenklad aktiehantering har utredningen behandlat vissa av nu avsedda frågor.

En särskild kategori utgör de förutsättningar som har betydelse för kursbildningen

utan att vara av rent börsteknisk art. Här åsyftas till en början möjligheter för marknaden att få sådana upplysningar om vid börsen inregistrerade värdepapper att en välgrundad bedömning av företagens ekonomiska situation kan göras. Det är sålunda fråga om information om den "vara" som är föremål för handel. I informationen bör också ingå upplysningar om företagens ägarförhållanden. Dessa problem har utredningen delvis behandlat i sina tidigare betänkanden. Vidare bör framhållas vikten av att börshandeln sker under sådana förhållanden att manipulationer med och andra felaktigheter i kursbildningen hindras. Börshandeln bör jämväl utgöra en så stor del av den totala handeln i inregistrerade värdepapper att de priser som avtalas på börsen är representativa. I anslutning härtill bör också framhållas intresset av att de inregistrerade värdepapperna blir föremål för stadig omsättning.

En annan förutsättning för en väl fungerande börshandel avser börsmedlemmarna och deras ombud. Börshandeln måste, för att allmänheten skall kunna ha förtroende för den, bedrivas av en kompetent och ansvarskännande kår.

Slutligen bör bland de elementära förutsättningarna för en väl fungerande börshandel nämnas sådana som rör börsens organisation samt börsstyrelsens sammansättning, kompetens och ambitionsnivå. Att börsverksamheten fortlöpande följs och kontrolleras av en kompetent och ambitiös styrelse, som ständigt verkar för upprätthållandet av en god börsetik, är uppenbarligen av grundläggande betydelse då det gäller att hos allmänheten skapa och vidmakthålla förtroende för börsen och dess verksamhet.

### 2.2 *Fondbörsens funktion enligt gällande bestämmelser*

Stockholms fondbörs har enligt 1 § börsordningen (1969: 546) till ändamål att enligt lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet samt börsordningen dels bereda köpare och säljare regelbundna tillfällen att avsluta affärer i värdepapper, dels med ledning av efterfrågan, utbud och avslut vid börsen notera köp-, sälj- och betalkurser för värdepapper.

Fondbörsen har sålunda till uppgift att möjliggöra omsättning av värdepapper och att kursnotera dessa. Denna verksamhet skall bedrivas på visst sätt, nämligen i enlighet med 1919 års lag och börsordningen. Med hänsyn härtill lämnas en kortfattad översikt över denna lagstiftning. En utförligare redovisning av lagstiftningen och praxis ges på olika ställen i de följande kapitlen.

Nämnda lag trädde i kraft den 1 januari 1920 och har därefter inte ändrats i vidare mån än som varit erforderligt för att anpassa författningstexten till innehållet i nytillkomna civil- eller kriminallagar, t. ex. brottsbalken.

Kap. I i lagen handlar om fondkommissionsrörelse. Med fondkommissionsrörelse förstås yrkesmässigt idkad verksamhet som avser köp och försäljning i kommission av aktier, obligationer och liknande värdepapper. Den som driver sådan rörelse kallas fondkommissionär. Bestämmelserna syftar till att skydda allmänheten mot missbruk från dem som yrkesmässigt förmedlar affärer i aktier, obligationer och liknande värdepapper. Avsikten är att allmänheten vid köp och försäljning av värdepapper inte skall behöva riskera att anförtro sina uppdrag åt personer som på grund av okunnighet, vårdslöshet eller tvivelaktiga affärsmetoder kan komma att handla i strid med uppdragsgivarens intresse eller som på grund av sådana omständigheter eller en dålig ekonomisk ställning kan åsamka honom förluster. Ett annat av syftena med reglerna i kap. I är att skapa förutsättningar för att fondhandelsyrkets utövare avhåller sig från att bidra till osund spekulation. De bestämmelser som finns för att nå angivna mål går i huvudsak ut på dels att kräva vissa kvalifikationer som villkor för rätt att utöva yrket, dels att ställa yrkets idkare under offentlig kontroll.

Kap. II i 1919 års lag tar upp regler om fondbörsverksamhet. Reglerna avser att bereda nödiga garantier för att allmänna intressen med avseende på denna verksamhet skall

bli beaktade. Sålunda får fondbörs inte upprättas utan Kungl. Maj:ts tillstånd. För fondbörsen skall vidare finnas en av Kungl. Maj:t fastställd börsordning som skall innehålla bestämmelser bl. a. om villkoren för att bli medlem av börsen, de förutsättningar under vilka medlem av börsen kan uteslutas därifrån, de slag av affärer som får avslutas på börsen och villkoren för att värdepapper får göras till föremål för affärer på börsen. Därjämte föreskrivs i kap. II bl. a. att de på fondbörsen noterade kurserna skall ofördröjligen på verksamt sätt offentliggöras.

Kap. III i lagen ger bestämmelser om tillsynsmyndigheten, dvs. bankinspektionen. Kap. IV handlar om kurslistor och däri föreskrivs bl. a. förbud mot att beträffande fondbörsnoterat papper utsprida kurslista om denna innehåller andra kurser än som blivit noterade på fondbörsen. I kap. V slutligen har upptagits vissa straffbestämmelser.

Börsordningen fastställs som sagt av Kungl. Maj:t och har en giltighet av högst tio år i sänder. Den reglerar börsverksamheten i väsentliga hänseenden. Det är därvid dock inte fråga om någon detaljreglering av börsens verksamhet. Den uppgiften är överlämnad åt börsens styrelse som inom ramen för generella bestämmelser har att självständigt träffa avgöranden och utbilda praxis, t. ex. beträffande prövningen av sådana förutsättningar för aktieintroduktion som bolagets allmänna kvalitet samt aktiernas spridning på marknaden (SOU 1965:72 s. 129). Den nuvarande börsordningen trädde i kraft den 1 januari 1970 och gäller tills vidare, dock längst till utgången av år 1979.

Gällande börsordning innehåller bl. a. följande bestämmelser. Börsstyrelsen skall leda fondbörsens verksamhet och förvalta dess angelägenheter. Styrelsen skall sörja för att verksamheten äger rum på ett tillfredsställande sätt. Endast fondkommissionär kan bli medlem av börsen. Frågor om förvärv och förlust av medlemskap prövas av börsstyrelsen. Köp och försäljning vid fondbörsen får ske endast genom börsmedlem eller genom ombud för denne. Sådant börsombud skall godkännas av börsstyrelsen. Särskilda krav har uppställts för ansökan om inregistrering av värdepapper vid fondbörsen. Denna skall anordna förhandlingar för avslut i och kursnotering av inregistrerade värdepapper varje helgfri dag utom lördag. För särskilt fall eller för viss tid får börsstyrelsen dock besluta annat. Förhandlingarna vid börsen får avse endast kassaaffärer, dvs. kontantaffärer. De skall försiggå dels som offentliga upprop, dels som fria förhandlingar mellan börsmedlemmarna efter uppropen. Börsstyrelsen får inom ramen för dessa bestämmelser utforma detaljföreskrifter rörande förhandlingsförfarandet. Sådana föreskrifter har sammanförts till Ordningsregler för Stockholms fondbörs, vilka publiceras av styrelsen. De kurser som noteras vid förhandlingarna skall omedelbart offentliggöras genom anslag i börslokalerna. Börsstyrelsen bestämmer och ombesörjer publicering i övrigt av kursnoteringarna. Slutligen kan nämnas att börsordningen ger regler om den provision som börsmedlem har rätt till i anledning av börsaffär.

### 2.3 *Allmänt om börshandelns samhälleliga funktion*

I föregående avsnitt har redogjorts för fondbörsens funktion enligt gällande lagstiftning. Börsen skall enligt denna främja handeln med värdepapper genom att skapa tillfälle till affärer i sådana värden i regelbundna former. Frågan om fondbörsens funktion kan emellertid också ses i ett vidare perspektiv. Utredningen syftar härvid på frågan om betydelsen från olika samhälleliga synpunkter av att handeln med värdepapper – närmast aktier – äger rum på ovan angivet sätt. Några allmänna överväganden i detta ämne skall göras.

För säljare och köpare innebär möjligheten till börshandel att de kan räkna med att deras ekonomiska intressen i samband med försäljning eller köp vederbörligen beaktas, åtminstone såtillvida att de kan räkna med att få bästa möjliga pris i förhållande till vad de begärt respektive bjudit. En annan sak är givetvis om försäljningen eller köpet i övrigt

är förenligt med deras ekonomiska intressen. Exempelvis kan bristande möjligheter till information om det aktuella bolagets ställning föranleda förluster för säljaren eller köparen.

Börshandeln får betydelse även för handeln med börsinregistrerade värdepapper utanför börsen. Det moment i det reglerade börsförfarandet som är av särskild vikt för denna handel är publicerandet av kursnoteringarna, varigenom en bild av rådande marknadsläge snabbt erhålls. Vidare kan börshandeln och de därmed förenade kursnoteringarna sägas vara av vikt i förhållandet mellan samhället och enskilda, t. ex. vid förmögenhetstaxering. Därutöver kan i detta sammanhang påpekas att kreditgivare, som mottagit börsinregistrerade värdepapper som säkerhet, genom den fortlöpande kursnoteringen kontinuerligt kan följa pantens värde och vid kursfall kräva förstärkning av säkerheten eller helt eller delvis säga upp lånet till återbetalning (jfr prop. 1968: 143 s. 183). Börshandeln får anses ha betydelse också för andra kategorier, t. ex. börsbolagens anställda och kunder, därigenom att vad som händer på börsen uppmärksammas av massmedia, vilket främjar insynen i dessa bolag.

Härefter skall uppmärksamheten riktas mot dem som tecknar sig för värdepapper vilka är avsedda att bli föremål för börshandel. Det är sålunda fråga om kapitalplacerare som förvärvar värdepapper, t. ex. aktier, direkt av den som behöver kapital och därför utger aktier. Transaktionen omfattas inte av den egentliga börshandeln. Ändå har denna handel i princip stor betydelse för nämnda kapitalplacerare. Vetskapen att det slags aktie som förvärvats kommer att bli föremål för börshandel och därigenom utan större omgång kan förvandlas till pengar är en omständighet av största vikt för de "primära" kapitalplacerarna (liksom för de personer som sedermera köper dessa aktier). Att värdepapper sålunda är relativt likvida medför att de blir mer attraktiva som placeringsobjekt, vilket i sin tur är ägnat att befrämja utbudet av riskvilligt kapital.

Av det nyss anförda följer att börshandeln med värdepapper har indirekt betydelse för kapitalbehövande bolag, därigenom att deras kapitalförsörjning i princip underlättas.

I det föregående har börshandeln diskuterats huvudsakligen med utgångspunkt från betydelsen för dess närmaste intressenter. Det synes vara på sin plats att i detta sammanhang kort redovisa några synpunkter även på börshandelns betydelse för samhället i stort.

Först bör därvid erinras om att börshandeln är ägnad att indirekt främja å ena sidan utbudet av kapital på kapitalmarknaden och å andra sidan möjligheten för kapitalbehövande företag att genom emission av värdepapper skaffa sig kapital för investeringar. Den som tänker köpa t. ex. aktier får antas söka sig till sådana företag som han anser skall ge den bästa ekonomiska avkastningen. Om den beräknade ekonomiska avkastningen används som mått på effektiv resursanvändning kommer det lediga riskvilliga kapitalet – i den mån det placeras i aktier – att i princip dras till de bolag som kan göra de från företagsekonomisk synpunkt bästa investeringarna. Att så sker torde i allmänhet också vara till gagn för samhällsekonomin och därmed i princip för alla medborgare.

Det bör nämnas att under senaste åren har olika meningar framförts om den svenska börsens betydelse som finansieringskälla för börsbolagen. Därvid har å ena sidan påpekats att under perioden 1966–1970 uppgick nyemissionerna för börsbolag till i genomsnitt bara ett par hundra miljoner kronor per år. Å andra sidan har bl. a. hävdats att möjligheten till börshandel underlättar finansieringen för företag som ej delar ut alla sina vinster utan låter en del av vinsterna stanna i företagen för uppnående av snabb tillväxt. Sådana tillväxtbolag får ett högt pris på sina aktier i förhållande till utdelningen medan stagnerande bolag får en låg aktiekurs men hög utdelning. Aktierna i tillväxtbolagen blir attraktiva därigenom att aktieägarna har utsikt att sälja dem på börsen med förtjänst. Börsen såsom forum för aktiehandel skulle

sålunda främja bolagens konsolidering.

Slutligen kan nämnas att det gjorts gällande att börshandeln med aktier har en maktdecentraliserande uppgift. Aktiekursutvecklingen för en viss längre period ses därvid som en form av betyg åt styrelser och företagsledare och anses kunna påverka deras sätt att sköta företagen.

Eftersom det ligger helt utanför utredningens uppdrag att diskutera frågor av sådan politisk art som rör skälen för eller mot att det över huvud taget skall finnas en fondbörs i vårt samhälle, finner utredningen inte anledning att närmare än skett gå in på börshandelns betydelse från samhällelig synpunkt. Utredningen nöjer sig därför med att konstatera att börshandeln idag fyller en viktig uppgift för den samhällsekonomiska utvecklingen.

# 3 Rätten att bedriva fondbörsverksamhet

I avsnitt 2.1 påpekade utredningen helt allmänt att värdepappersmarknaden kan indelas med avseende på de institutionella former under vilka värdepapperen omsätts. För vårt lands vidkommande fann utredningen att det naturliga skiljemärket är om omsättningen sker på eller utanför Stockholms fondbörs.

I det närmast följande avsnittet skall preciseras vad som enligt utredningen kan menas med uttryck såsom å ena sidan handel på eller vid fondbörsen och å andra sidan handel utanför fondbörsen. I anslutning därtill framlägger utredningen en indelning av värdepappersmarknaden i olika huvudtyper. Den sålunda lämnade redogörelsen får därefter utgöra grundval för granskningen av frågan om rätten att bedriva fondbörsverksamhet.

## 3.1 *Olika typer av värdepappersmarknader*

Med värdepappershandel på eller vid Stockholms fondbörs får från formell synpunkt avses den handel i inregistrerade papper som där sker i enlighet med den särskilda börslagstiftningen, enkannerligen börsordningen, och som alltså står under börsstyrelsens ledning. Emellertid ges uttrycket i praxis också annan innebörd. Därvid ger man ofta uttrycket en så att säga lokal betydelse: med handel på eller vid fondbörsen förstår man all handel som faktiskt äger rum i fondbörsens lokaler, oavsett om den sker i enlighet med det i författning reglerade börsförfarandet eller ej och oavsett om den avser inregistrerade värdepapper eller ej. Hit hör den handel som där förekommer i värdepapper, som är upptagna på den s. k. fondhandlarlistan (se prop. 1970: 99 s. 27 f.).

För denna kurslista svarar Svenska fondhandlareföreningen. Listan upprättas på grundval av de affärer som görs i vissa värdepapper, såväl aktier som obligationer, vilka inte är inregistrerade vid fondbörsen. Fondhandlarlistan upptar såväl svenska som utländska värdepapper, förutom aktier och obligationer även andelar i aktiefonder. I fondbörsens lokaler förekommer därjämte ett par andra marknader i värdepapper som ej är inregistrerade vid fondbörsen. Sålunda förekommer i samband med ny- och fondemissioner handel och notering med avseende på emissionsbevis som hänför sig till sådana svenska aktier vilka noteras vid fondbörsen eller på fondhandlarlistan. Vidare bör omtalas att man i fondbörsens fria förhandlingssal av ålder har en särskild tavla reserverad för notering av värdepapper som under en kort övergångstid, i avbidan på antingen inregistrering vid fondbörsen eller uppförande till notering på fondhandlarlistan, anses böra bli föremål för marknadsmässig kurssättning, t. ex. premieobligationer innan ifrågavarande lån i sin helhet från riksgäldskontorets sida blivit placerat på marknaden.

Uttrycket värdepappershandel utanför Stockholms fondbörs kan på motsvarande

sätt användas i olika betydelser. Å ena sidan kan dit räknas all värdepappershandel som inte sker enligt det speciella börsförfarandet, oavsett om handeln äger rum inom fondbörsens lokaler eller ej. Å andra sidan kan uttrycket ges en enbart lokal bestämning och avse den handel som sker utanför fondbörsens lokaler.

Följande huvudtyper av värdepappersmarknader kan urskiljas.

Först kan nämnas den officiella handeln på fondbörsen i där inregistrerade värdepapper, dvs. den handel som sker i enlighet med särskild börslagstiftning. En annan huvudtyp utgör den "halvofficiella" handel som försiggår i fondbörsens lokaler och som avser vid ifrågavarande fondbörs ej inregistrerade värdepapper. Härvid åsyftas främst den handel i fondhandlarlistans papper, som förekommer på fondbörsen. Men även den där bedrivna handeln i emissionsrätter och andra icke inregistrerade värden bör räknas till denna grupp. En tredje huvudtyp av värdepappersmarknad består i den handel i inregistrerade eller icke inregistrerade värdepapper som genom förmedling av fondkomissionär sker utanför fondbörsens lokaler. Den fjärde huvudgruppen slutligen utgörs av den privata handel som sker direkt mellan köpare och säljare i inregistrerade eller icke inregistrerade värdepapper.

Dessa olika marknader utom den sistnämnda står i skiftande grad under offentlig reglering och kontroll. Den egentliga fondbörshandeln och den därmed förenade verksamheten regleras, som förut sagts, genom 1919 års lag och med stöd därav utfärdade bestämmelser. Det åligger bankinspektionen att tillse att dessa regler följs. De sålunda meddelade bestämmelserna avser att bereda nödiga garantier för att allmänna intressen beträffande fondbörsverksamheten skall bli beaktade (jfr avsnitt 2.2). Ej så utpräglat är det offentliga inslaget i fråga om den marknad som hänför sig till handeln inom fondbörsens lokaler i fondhandlarlistans papper. Den offentliga kontrollen utövas även i detta fall av bankinspektionen men inskränker sig till krav enligt 42 § andra stycket 1919 års lag på inspektionens tillstånd för listans publicering och den allmänna tillsynen över fondkommissionärerna enligt nämnda lag. Motsvarande gäller i princip för den handel i andra icke inregistrerade värden som sker på fondbörsen. Det kan också påpekas att fondbörsen håller viss uppsikt över den verksamhet som sålunda äger rum i dess lokaler. Beträffande handel utanför fondbörsen genom förmedling av fondkommissionär består den offentliga kontrollen i enbart bankinspektionens tillsyn enligt nyss berörda lag. Det allmänna har slutligen inte någon särskild kontroll över den värdepappershandel som sker genom att avtal träffas direkt mellan kontrahenterna.

### 3.2 *Begreppet fondbörsverksamhet enligt 1919 års lag*

1919 års lag innehåller inte någon definition av begreppet fondbörs. Härom sägs i det betänkande, som låg till grund för lagen, att begreppet har sin hävdvunna betydelse och att erfarenheten om det sätt på vilket redan förekommande börser är gestaltade torde utgöra den bästa ledningen när det gäller att avgöra om en viss sammanslutning emellan affärsmän, i syfte att regelbundet träffas för att sinsemellan göra affärer i värdepapper samt offentliggöra resultaten av förhandlingarna, är att anse såsom fondbörs eller ej. (Betänkandet med förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m. m., avgivet av inom Kungl. finansdepartementet särskilt tillkallade sakkunniga, Stockholm 1918, s. 98–cit. fondhandelsutredningen).

Bakom 1919 års lag ligger tydligen tanken att en fondbörs är en sammanslutning av enskilda personer, dvs. såtillvida en inrättning av privat natur. Å andra sidan förutsätter lagen att upprättande och bedrivande av fondbörs inte är en privatsak utan kräver medverkan från det allmännas sida. Lagen vilar sålunda framförallt på de grundprinciperna *att* fondbörs inte får upprättas utan Kungl. Maj:ts tillstånd, *att* sådant tillstånd under vissa omständigheter kan återkallas,

*att* vissa viktigare bestämmelser rörande fondbörsens verksamhet skall finnas upptagna i en börsordning, som skall prövas och fastställas av Kungl. Maj:t, *att* för fondbörs skall finnas en styrelse, vars ledamöter till viss del skall utses av börsmedlemmarna *samt att* fondbörsverksamhet skall stå under offentlig kontroll (se prop. 1919: 114 s. 26 f.). I fråga om rättslig status torde en fondbörs i enlighet med den förvaltningsrättsliga doktrinens terminologi kunna betecknas som en fristående, offentligrättslig juridisk person.

Att fondbörs inte får upprättas utan Kungl. Maj:ts tillstånd föreskrivs i 26 § första stycket lagen. Däri sägs också att Kungl. Maj:t meddelar sådant tillstånd, där börsen prövas bli till nytta för det allmänna. Det bör anmärkas att i lagen inte finns någon straffbestämmelse som direkt anknyter till 26 §.

Lagen ger möjlighet till inrättande av flera fondbörser i Sverige. Detta står i överensstämmelse med fondhandelsutredningens förslag, vari dock uttalades (s. 98 f.) att det skulle vara lyckligast om Stockholms fondbörs tills vidare fick vara normgivande för landets fondhandel. Emellertid kunde det enligt fondhandelsutredningen tänkas att i en framtid vissa värdepapper, utan att vinna marknad i Stockholm, kom att i någon del av landsorten allmänt köpas och säljas i sådan omfattning att det blev behövligt att få en offentlig notering till stånd beträffande dem. Då det enligt fondhandelsutredningen kunde möta svårigheter att förlägga denna notering till Stockholms börs, skulle härigenom behov av en ny fondbörs kunna uppstå. I Svenska bankföreningens remissyttrande över fondhandelsutredningens betänkande anfördes att det vid ifrågavarande tid inte fanns behov av fondbörs på annan ort än Stockholm och att sådant behov säkerligen inte heller inom överskådlig framtid skulle komma att göra sig kännbart. Föreningen hemställde därför att i lagstiftningen måtte införas förbud mot upprättande av börs på annan plats än Stockholm. I propositionen (s. 36) uttalade departementschefen – i likhet med fondhandelsutredningen och bankföreningen – att "behov av någon annan fondbörs här i landet än den i Stockholm icke för närvarande föreligger och att det vore bäst, att nämnda fondbörs tills vidare finge vara normgivande för landets fondhandel". Emellertid ansåg departementschefen det inte vara nödvändigt att uttryckligen förbjuda upprättandet av ny fondbörs. Det kunde enligt departementschefen tas för givet att Kungl. Maj:t under alla förhållanden inte skulle lämna sitt tillstånd med mindre starka skäl därtill prövades föreligga.

I 26 § andra stycket stadgas att meddelat tillstånd kan av Kungl. Maj:t återkallas, när börsen finnes inte längre vara till nytta för det allmänna eller börsstyrelsen upprepade gånger underlåtit att ställa sig till efterrättelse förbud eller föreskrifter som meddelats av tillsynsmyndigheten.

Tanken är här att likaväl som en fondbörs inte får upprättas med mindre den prövas bli till nytta för det allmänna, skall en fondbörs inte få fortsätta sin verksamhet när den inte längre uppfyller nämnda förutsättning, t. ex. när antalet börsdeltagare nedgått i så hög grad att de på börsen satta kurserna inte mera ge uttryck för det verkliga affärsläget (fondhandelsutredningen s. 99 f.).

Ovan anmärktes att förbudet i 26 § mot att upprätta fondbörs utan Kungl. Maj:ts tillstånd inte har någon däremot svarande straffbestämmelse. I detta sammanhang är emellertid lagens regler om rätten att utfärda kurslista av intresse. Enligt fondhandelsutredningen (s. 115) är en kurslista ett sådant meddelande om värdepappers värde som utger sig innehålla resultatet av en kurssättning, dvs. en med hänsyn till ingångna avtal eller gjorda anbud företagen uppskattning av värdepappers aktuella marknadsvärde.

Enligt 42 § är det endast under vissa förutsättningar tillåtet att offentliggöra eller bland ett flertal personer utsprida kurslista. För kurslista beträffande vid fondbörs i Sverige inregistrerade värdepapper gäller enligt paragrafens första stycke sålunda dels att listan får innehålla bara sådana kurser som noterats på fondbörs i Sverige, dels att det

beträffande varje kurs av listan skall framgå på vilken börs och dag kursen noterats och, om på börsen i fråga notering av kurs sker vid mer än ett tillfälle om dagen, det noteringstillfälle kursen avser. För kurslista beträffande värdepapper, som inte är inregistrerade vid fondbörs i Sverige, gäller enligt paragrafens andra stycke att särskilt tillstånd skall ha lämnats av tillsynsmyndigheten.

Till 42 § anknyter en straffbestämmelse i 49 § 1 enligt vilken den som bryter mot 42 § kan dömas till dagsböter.

I fråga om värdepapper, som är inregistrerade vid vederbörligen upprättad svensk fondbörs, hindras alltså börsliknande verksamhet utanför sådan fondbörs såtillvida att offentliggörande eller spridande bland ett flertal personer av kurslista, grundad på noteringar från verksamheten, skulle innebära överträdelse av 42 § första stycket och straffansvar enligt 49 § 1.

Beträffande värdepapper, som inte är inregistrerade vid vederbörligen upprättad svensk fondbörs, kan icke önskad börsliknande verksamhet hindras såtillvida att tillsynsmyndigheten kan vägra tillstånd för publicering av kurslista.

Anmärkas bör att i tryckfrihetsförordningen inte finns någon bestämmelse som svarar mot reglerna om kurslista i 1919 års lag. I prop. 1919: 243 föreslog departementschefen tillägg i detta ämne till dåvarande tryckfrihetslagstiftning. På grundval av konstitutionsutskottets utlåtande 1919: 42 avvisade riksdagen dock tilläggsförslaget. Den främsta anledningen till denna utgång torde ha varit farhågor för att tidningspressen eljest skulle ha fått en alltför betungande kontrollplikt.

Det anförda ger vid handen att varken lagtexten eller förarbetena ger något entydigt besked om vad 1919 års lag avser med börsverksamhet. Lagen synes i själva verket röra sig med två olika betydelser av begreppet börsverksamhet. Som stöd för möjligheten av en sådan tolkning vill utredningen först hänvisa till det förutnämnda förhållandet att kurslistor beträffande värdepapper, som inte är inregistrerade vid enligt 26 § upprättad fondbörs, får publiceras om tillståndsmyndigheten medger det. Av förarbetena (fondhandelsutredningen s. 116 f.) framgår att en förutsättning för sådant medgivande bör vara att det finns garantier för att kurssättning sker under betryggande former. Och som ovan påpekats utgår förarbetena vidare från att en kurslista är ett meddelande om en med hänsyn till ingångna avtal eller gjorda anbud företagen uppskattning av värdepappers marknadsvärde. Härav torde följa att tillstånd att publicera kurslista i princip kan lämnas bara om kurserna tillkommer genom att köp- och säljanbud beträffande värdepapperna i fråga samtidigt koncentreras till ett och samma ställe. Eljest lär man inte kunna tala om någon marknadsmässig kurssättning. En regelbunden verksamhet av sådant slag – i förening med notering av kurs – torde emellertid åtminstone enligt allmänt språkbruk kunna betecknas som börsverksamhet. 1919 års lag är därför dubbeltydig på det sättet att den synes implicera dels nu angivna mera allmänna innebörd av begreppet börsverksamhet, dels en mera begränsad rent formell definition enligt vilken börsverksamhet helt enkelt är sådan verksamhet som bedrivs i överensstämmelse med 1919 års lag och med stöd därav utfärdade föreskrifter. Börsverksamhet enligt den formella definitionen skulle alltså kunna avse endast värdepapper som är inregistrerade vid enligt 26 § upprättad fondbörs. En tolkning efter dessa linjer vinner visst stöd i den faktiska utvecklingen av värdepappershandeln i vårt land. Vid sidan av den officiella verksamheten vid Stockholms fondbörs förekommer därstädes, såsom ovan framgått, även andra marknader för affärer i och kursnotering av värdepapper. I varje fall den verksamhet som bedrivs i fondhandlareföreningens regi sker under börsliknande former. Stockholms fondbörs har dock inte enligt bestämmelserna i 1919 års lag något ansvar för den verksamhet som föreningen sålunda utövar i börslokalerna.

### 3.3 *Överväganden och förslag*

Beträffande värdepapper som allmänt köps och säljs i stor omfattning uppstår behov av att kurser noteras kontinuerligt och att offentlighet ges åt sålunda gjorda kursnoteringar; utredningen har berört hithörande spörsmål i avsnitt 2.3. Av vad förut sagts i förevarande kapitel torde framgå att man kan tala om kursnoteringar i specifik mening bara om kurserna fastställts på grundval av en representativ mängd köp- och säljanbud. Som tidigare antytts kan fondbörsverksamhet materiellt sett sägas föreligga när, i och för handel med och kursnotering av aktier, obligationer e. d. värdepapper, köp- och säljanbud beträffande dessa värdepapper sammanförs regelbundet. Sådan verksamhet bör, med hänsyn till de betydande ekonomiska värden det rör sig om, bedrivas i former som ger den enskilde kapitalplaceraren och allmänheten bästa möjliga skydd i samband med börstransaktioner. I fråga om den huvudsakliga innebörden av detta skydd hänvisar utredningen till avsnitt 2.1, där vissa elementära villkor för en ändamålsenlig börsverksamhet angetts.

Vad nu sagts innebär enligt utredningen att statsmakterna genom lagstiftning bör tillse att i princip all börsverksamhet bedrivs enligt nämnda grunder. Börshandel och kursnotering av värdepapper, som allmänt köps och säljs i stor omfattning, bör få ske endast med statlig auktorisation och under offentlig kontroll. Ägande av dylika värdepapper, framför allt aktier, får anses som en sparform vilken är jämförlig med bank- och försäkringssparande. Det är alltså naturligt att allmänheten beträffande all här i landet bedriven börsverksamhet får sitt kapitalskyddsintresse tillgodosett på motsvarande sätt som i fråga om bank- och försäkringsrörelse. Utredningen vill understryka att den med det sålunda anförda tar sikte på endast sådan värdepappershandel som enligt förut given definition kan anses äga rum i börsliknande former. Den värdepappershandel som sker på annat sätt kommer att beröras i utredningens särskilda betänkande angående reglerna om fondkommissionsrörelse.

Sedan utredningen sålunda fastslagit att börsverksamhet bör vara beroende av statlig auktorisation och utövas enligt vissa grundsatser uppkommer frågan under vilka institutionella former sådan verksamhet bör bedrivas. Vilken eller vilka institutioner bör sköta verksamheten? Härvidlag är utredningens principiella uppfattning att denna uppgift bör ankomma på Stockholms fondbörs, som ju redan finns och har offentligrättslig prägel. En annan sak är att det kan finnas anledning att i olika hänseenden ändra de regler som för närvarande gäller för denna fondbörs.

Anledning saknas att såsom skett i 1919 års lag öppna möjlighet att vid sidan av Stockholms fondbörs inrätta en annan fondbörs här i landet. Skulle mot förmodan i en framtid önskemål om ytterligare en fondbörs framföras, får frågan härom bli ett särskilt lagärende.

Ett accepterande av utredningens förutnämnda principiella uppfattning skulle i dagens läge i praktiken innebära att administrationen av den s. k. fondhandlarlistan kom att överföras från Svenska fondhandlareföreningen till Stockholms fondbörs.

Man skulle emellertid – trots det principiella önskemålet att Stockholms fondbörs får ensamrätt i fråga om börsverksamhet – kunna hävda att det ej är erforderligt att ingripa i fondbörsens och fondhandlareföreningens hävdvunna "marknadsuppdelning" beträffande sådan verksamhet. Det borde nämligen vara möjligt att åstadkomma fastare procedurregler för notering m. m. av sådana värdepapper som återfinns på fondhandlarlistan och för vilka det behövs börsmässig handel och notering. Bankinspektionen skulle t. ex. kunna uppställa en dylik skärpning av reglerna som villkor för föreningens tillstånd att publicera kurslista. Härigenom skulle allmänheten kunna få ett skydd likvärdigt med det som Stockholms fondbörs erbjuder i sin egen börsverksamhet. Detta torde innebära att de regler föreningen under bankinspektionens överinseende fick införa för sin börsverksamhet i stort sett

måste överensstämma med reglerna för Stockholms fondbörs, dock med vissa modifikationer i fråga om bl. a. introduktionskrav. Man skulle alltså få ytterligare en reguljär fondbörs, ehuru med fondhandlareföreningen som huvudman. Detsamma skulle givetvis bli fallet om man valde att införa särskild lagstiftning för föreningens börsverksamhet. En sådan dubblering av börsverksamheten i Sverige synes vara olämplig, dels av ekonomiska skäl, dels därför att enligt utredningens mening ett delat huvudmannaskap för börsverksamheten inte fyller någon påvisbar funktion.

Utredningen anser således att man bör fastställa principen om ensamrätt för Stockholms fondbörs att här i landet idka börsverksamhet. För att inte utan vidare bryta med den hittillsvarande ordningen, beträffande vilken såvitt bekant inga klagomål i dag föreligger, vill utredningen emellertid föreslå att styrelsen för Stockholms fondbörs medges rätt att med bankinspektionens tillstånd uppdra åt därtill villig och lämplig sammanslutning av svenska fondkommissionärer, dvs. under nu rådande förhållanden Svenska fondhandlareföreningen, att i viss utsträckning besluta om inregistrering vid fondbörsen av värdepapper och ombesörja notering av kurs i fråga om dessa. Denna förening skulle därigenom även i fortsättningen, ehuru inom fondbörsens ram, kunna omhänderha börshandel och notering i ungefär samma omfattning som för närvarande. Det får därvid åligga börsstyrelsen såsom uppdragsgivare att övervaka föreningens verksamhet i nämnda hänseende. Övervakningen bör i första hand bestå i att tillsammans med föreningen – på grundval av i lag eller annan författning givna regler – utforma närmare anvisningar dels för introduktion av värdepapper på den särskilda kurslista som hänför sig till den på föreningen överlåtna verksamheten, dels för vissa andra mera centrala områden av verksamheten, såsom ordningen för handel och notering samt för offentliggörande av omsättning och gjorda noteringar. Därjämte bör börsstyrelsen fortlöpande förvissa sig om att föreningen fullgör sina skyldigheter i enlighet med uppdraget. Det ligger i sakens natur att börsstyrelsen – eller föreningen – skall kunna säga upp avtal om uppdrag av förevarande slag.

Genom en dylik anordning vinner man framför allt två ting. Dels får Stockholms fondbörs monopol på börsverksamhet, vilket från såväl formell som saklig synpunkt ter sig mest ändamålsenligt, dels tillvaratar man i väsentlig mån intresset av kontinuitet beträffande svensk börsverksamhet.

Utredningen återkommer på olika ställen i det följande till den närmare utformningen av det föreslagna systemet. Avsikten med övervägandena i detta kapitel har endast varit att fastställa den princip som enligt utredningens mening bör gälla för rätten att bedriva fondbörsverksamhet i vårt land.

# 4 Fondbörsens ledning

I detta kapitel tar utredningen främst upp frågan om börsstyrelsens sammansättning. Därjämte berör utredningen bl. a. frågan om tillsättande av börschef och om rätt för börsstyrelsen att delegera avgörandet av vissa frågor till ett arbetsutskott inom styrelsen.

## 4.1 *Gällande ordning*

Bestämmelser om ledningen för fondbörs finns i 1919 års lag och i börsordningen för Stockholms fondbörs. I 31 § lagen sägs att för fondbörs skall finnas en styrelse, vars ordförande jämte suppleant för honom utses av Kungl. Maj:t. Övriga ledamöter i styrelsen väljs till en fjärdedel av de bankaktiebolag, som är medlemmar av fondbörsen, till en fjärdedel av övriga börsmedlemmar, till en fjärdedel av kommunfullmäktige i den kommun, där börsen hålls, och till den återstående fjärdedelen av den handelskammare inom vars distrikt nämnda kommun är belägen. Envar av de fyra valkorporationerna utser därjämte suppleanter för de av densamma valda ledamöterna till lika antal som dessa. Ordförande, ledamöter och suppleanter utses för en tid av högst tre år. Avgår någon innan den tid, för vilken han blivit utsedd, gått till ända, utses efterträdare för den återstående tiden.

Börsstyrelsens uppgifter har i 32 § lagen angetts helt allmänt. Det sägs att börsstyrelsen handhar ledningen av fondbörsens verksamhet och förvaltningen av dess angelägenheter samt att det åligger styrelsen att i allt vad på styrelsen ankommer sörja för att fondbörsens verksamhet äger rum på ett tillfredsställande sätt.

Börsstyrelsen skall alltså inte inskränka sig till att sörja för de löpande ärendenas behöriga gång utan måste också ständigt sträva efter att utveckla och förbättra börsens verksamhet (fondhandelsutredningen, s. 108).

I ett par avseenden har emellertid i lagen börsstyrelsens åligganden närmare preciserats. I 33 § föreskrivs att de på fondbörs noterade kurserna skall ofördröjligen på verksamt sätt offentliggöras. Vidare åligger det enligt 35 § börsstyrelsen att för tillsynsmyndigheten hålla börsens protokoll och övriga handlingar tillgängliga för granskning och att också i övrigt meddela tillsynsmyndigheten alla de upplysningar rörande verksamheten på fondbörsen och därmed sammanhängande omständigheter som myndigheten begär.

3 § börsordningen innehåller regler om sammansättningen av styrelsen för Stockholms fondbörs. Dessa regler är givetvis anpassade efter 31 § lagen. Vidare anges i 4 § börsordningen styrelsens uppgifter helt allmänt på samma sätt som i 32 § lagen. Mera detaljerat anges styrelsens uppgifter i olika hänseenden i börsordningens övriga bestämmelser.

Beträffande den dagliga ledningen och förvaltningen av fondbörsen, skall börsstyrel-

sen enligt 5 § börsordningen tillsätta en börschef. För denne fastställer styrelsen en särskild instruktion.

Vad angår motiven till nuvarande regler om börsstyrelsens sammansättning kan följande anföras.

Fondhandelsutredningen yttrade (s. 106 f.) bl. a. följande: För att fondbörsen skall bli ett verksamt medel till åstadkommande av förbättrade förhållanden inom fondhandeln måste dess ledning ha vilja och förmåga att inte bara på ett tillfredsställande sätt sörja för den egentliga börsverksamhetens upprätthållande utan även genom sitt inflytande stödja en ändamålsenlig utveckling av fondhandeln i övrigt. Det allmännas intresse härav är så betydande, att det torde vara lämpligt att lagen i huvudsak fastslår hur fondbörsens ledning bör ordnas. Ledningen av Stockholms fondbörs har sedan fondbörsens tillkomst utövats av fondbörskommitterade som utses av stadens handels- och sjöfartsnämnd och börsmedlemmarna själva har inte någon bestämmanderätt över ledningens sammansättning. Den nya lagstiftningen måste tillerkänna medlemmarna av fondbörs rätt att själva utse ledamöter i börsstyrelsen. Härigenom torde goda garantier skapas för att verkligt intresse för fondbörsens angelägenheter och ingående sakkunskap kommer att finnas inom börsens ledning. Börsmedlemmarna kommer nämligen helt säkert i de flesta fall vid sitt val inte att gå utom sin egen krets, där den egentliga sakkunskapen företrädesvis finns. Ty för dem, som inte själva regelbundet tar del i affärslivet på fondbörsen, är det inte alltid lätt att inse vad fondbörsens utveckling kräver och att på ett praktiskt sätt avgöra förekommande frågor. För att styrelsen rätt skall kunna fylla sina uppgifter bör dock i den finnas företrädare också för de övriga intressen som i särskild grad berörs av fondhandeln, alltså för den allmänhet som anlitar börsmedlemmarnas biträde för köp och försäljning av värdepapper, samt för affärslivet överhuvud. De som skall företräda förstnämnda intresse bör utses av stadsfullmäktige i den stad, där börsen finns. Den handelskammare, inom vars distrikt nämnda stad är belägen, bör representera det allmänna affärslivet. Valrätten torde lämpligen kunna fördelas så, att börsmedlemmarna får utse tre femtedelar samt stadsfullmäktige och handelskammaren vardera en femtedel av börsstyrelsens ledamöter.

Fondhandelsutredningens förslag i förevarande fråga mötte stark kritik (prop. 1919: 114 s. 62 f.).

Fondbörskommitterade anmärkte att enligt förslaget skulle börsmedlemmarna få ett alltför övervägande inflytande inom börsstyrelsen. Vore de eniga skulle de kunna avgöra alla beslut. Det skulle således kunna tänkas att de av rent egoistiska skäl motsatte sig aldrig så välbetänkta förslag om erforderliga kontrollåtgärder, ökning av medlemsantalet, nödvändiga avgiftsbelopps utkrävande o. d. Vidare framhöll kommitterade som en brist i förslaget att det inte innehöll några bestämmelser om huruvida de av börsmedlemmarna valda ledamöterna skulle till viss del få utses av bankernas representanter och till viss del av mäklarnas eller om rena majoritetsval skulle förekomma. Kommitterade föreslog att styrelsens ledamöter måtte till hälften utses av börsens egna medlemmar och att härav bankernas representanter fick utse styrelseledamöter till en fjärdedel och mäklarnas representanter till en fjärdedel samt att det återstående antalet medlemmar i styrelsen måtte utses av vederbörande handelskammare till en fjärdedel och till återstående fjärdedel av handels- och sjöfartsnämnden i den stad, där sådan nämnd fanns utsedd, eljest av stadsfullmäktige i staden.

Stockholms handelskammare förordade i nära överensstämmelse med fondbörskommitterades förslag att börsstyrelsens ledamöter måtte utses till en fjärdedel av de i fondbörsen deltagande bankerna, till en fjärdedel av de däråintroducerade fondhandelsfirmorna, till en fjärdedel av stadsfullmäktige i den stad där börsen hålls och till den återstående fjärdedelen av den handelskammare inom vars distrikt nämnda stad är belägen.

Svenska bankföreningen hemställde att

börsstyrelsen måtte erhålla en av Kungl. Maj:t utsedd ordförande och att dess ledamöter måtte väljas på sätt Stockholms handelskammare förordat.

Departementschefen fann de framställda anmärkningarna befogade och anslöt sig till bankföreningens förslag. Lagen fick i enlighet därmed sin lydelse i ifrågavarande hänseende.

### 4.2 *Utländska börser*

Enligt den *danska* börslagen av den 19 mars 1930 skulle styrelsen för Köpenhamns fondbörs bestå av en av handelsministern utsedd ordförande och tio ledamöter. Av dessa valdes fem av börsmedlemmarna, tre av Grosserer-Societetet i Köpenhamn (motsvarighet till svensk handelskammare) och två av de börsnoterade aktiebolagen. I den nya danska börslagstiftningen av den 7 juni 1972 – lagen om Köpenhamns fondbörs – har beträffande börsstyrelsens sammansättning vissa ändringar skett i förhållande till den äldre lagen. Styrelsen består numera av tolv ledamöter. Handelsministern utser för tre år ordförande och en suppleant för honom samt övriga ledamöter och suppleanter för dessa. Av ledamöterna och suppleanterna utses tre efter förslag från fondbörsmäklarna, en efter förslag från Danmarks Nationalbank, en efter förslag från Danske Bankers Fællesrepræsentation, tre efter förslag från realkreditinstituten samt tre efter förslag från Grosserer-Societetet, Industrirådet och Danmarks Rederiförening gemensamt. I motiven till de nya reglerna understryks vikten av att börsstyrelsen får en så bred och sakligt stark sammansättning att den kan uppfylla de krav som må ställas på ledningen av en effektivt arbetande fondbörs. Därför ansågs det önskvärt att både Nationalbanken och de privata bankerna blev representerade i styrelsen. Med hänsyn till att cirka 95 % av omsättningen på fondbörsen gäller obligationer, ansågs vidare att realkreditinstituten borde vara företrädda i styrelsen för Köpenhamns fondbörs. Ordföranden i börsstyrelsen avses vara representant för det allmänna.

I *Norge* finns börser i Oslo, Bergen och Trondheim. Oslobörsen är viktigast. Den är inte enbart fondbörs utan även valuta- och varubörs. Värdepappershandeln är dock där den mest väsentliga verksamhetsgrenen. Varje börs skall ha en börskommitté, dvs. styrelse. Vid börser där det förekommer kursnotering av värdepapper skall det enligt lagen den 19 juni 1931 om börser i styrelsen ingå, förutom en börskommissarie, fem oavlönade ledamöter. Av dessa skall fyra – som får vara börsmedlemmar – representera resp. handel, sjöfart, industri och bank- eller finansväsen. Den femte skall vara en representant för "kursnoteringsutvalget for verdipapirer". Denne ledamot får ha anknytning till auktoriserad mäklarfirma eller banks fondavdelning. Börskommissarien utses av Konungen, övriga styrelseledamöter av vederbörande departement. Innan sistnämnda ledamöter förordnas skall vederbörande kommunstyrelse avge förslag till departementet efter att ha gett kommunens handelskammare eller motsvarande organ tillfälle att föreslå ledamöter. Bland de styrelseledamöter som utses av departement väljer börskommittén ordförande och vice ordförande.

Vad angår *Finland* kan nämnas, att styrelsen för Helsingforsbörsen består av tolv ledamöter. Handelskammaren i Helsingfors utser sex ledamöter, bankföreningen i Finland utser tre ledamöter liksom de börsmedlemmar som ej är banker, dvs. fondmäklarfirmorna.

I *Västtyskland* tillsätts börsstyrelse efter de grunder som anges i börsordningen för varje särskild börs. Vid t. ex. Frankfurtbörsen skall styrelsen bestå av minst sju och högst femton ledamöter som utses vart tredje år av börsmedlemmarna. Styrelsen väljer ordförande och vice ordförande vid sitt första möte varje år. Det har varit vanligt att endast personer med rätt att göra affärer på vederbörande börs fått välja eller kunnat bli valda till ledamöter av börsstyrelsen. Under senare år har initiativ tagits för att i styrelserna invälja även andra kategorier, t. ex. utgivare av värdepapper.

Vid börsen i *Paris* utgörs den närmaste

motsvarigheten till den svenska börsstyrelsen av "Chambre Syndicale", vars ledamöter årligen väljs ur fondmäklarnas krets. Dessa tillhör en särskild sammanslutning. "Compagnie des Agents de Change", som förrättar valet.

Styrelsen för *Londonbörsen* – "Stock Exchange Council" – består av 36 ledamöter vilka, med undantag för en av regeringen utsedd ledamot, väljs bland och av börsmedlemmarna. Varje år nyväljs en tredjedel av styrelseledamöterna; omval kan förekomma.

Den viktigaste börsen i *USA* är "New York Stock Exchange". Styrelsen – "Board of Directors" – består av 21 ledamöter. Börsmedlemmarna väljer 20 ledamöter – varav 10 företrädare för allmänheten och likaledes 10 företrädare för medlemmarna – vilka i sin tur utser ytterligare en ledamot såsom styrelsens ordförande, "Chairman of the Board". Regler om denna sammansättning av styrelsen infördes år 1972 för att stärka allmänhetens inflytande. Tidigare bestod styrelsen av 33 ledamöter, varav blott 3 företrädare för allmänheten.

### 4.3 *Överväganden och förslag*

Den i dag gällande lagregeln (31 §) om börsstyrelsens sammansättning har stått oförändrad från börslagstiftningens tillkomst för mer än 50 år sedan. Med hänsyn till den samhällsutveckling som därefter ägt rum framstår numera innehållet i paragrafen åtminstone i vissa delar såsom föråldrat.

Vid bedömandet av gällande ordning får man hålla i minnet att börslagstiftningen utformades främst mot bakgrund av de erfarenheter och traditioner som hänförde sig till Stockholmsbörsens verksamhet före år 1920, då Stockholms stads handels- och sjöfartsnämnd – sedan år 1867 – var börsens huvudman. Detta förhållande torde vara den huvudsakliga orsaken till bestämmelsen att kommunfullmäktige i den kommun, där börsen hålls, skall välja två ledamöter i styrelsen. Vidare bör här erinras om att före år 1920 hade börsmedlemmarna inte någon bestämmanderätt över börsledningens sammansättning. En av grundprinciperna för lagen blev därför, som förut påpekats, att börsmedlemmarna själva skulle utse ledamöter i styrelsen till viss del. Mäklarna var – i motsats till nuläget – vid tiden för lagens tillkomst till antalet dominerande bland börsmedlemmarna och de kom att enligt lagen få välja två styrelseledamöter, dvs. lika många som bankerna, vilka utgjorde – och utgör – den andra kategorien börsmedlemmar.

Enligt utredningen bör framför allt följande vara vägledande när man tar ställning till frågan om börsstyrelsens sammansättning. För det första bör det allmänna tillförsäkras inflytande härvidlag. För det andra bör de som har direkt anknytning till verksamheten vid börsen vara representerade i styrelsen. För det tredje bör i denna ingå personer som är sakkunniga på de olika områden som rör börsverksamhet.

Vad angår det allmännas inflytande på börsstyrelsens sammansättning kan det tillgodoses främst genom att Kungl. Maj:t får befogenhet att utse en eller flera ledamöter och suppleanter. För närvarande utser Kungl. Maj:t endast styrelsens ordförande jämte suppleant för denne. Beträffande det antal ledamöter som Kungl. Maj:t enligt nya lagen lämpligen bör utse, återkommer utredningen strax till denna fråga.

Vid avgörande av frågan vilka som i övrigt bör få välja styrelseledamöter och suppleanter är det naturligt att uppmärksamheten till en början riktas mot de kategorier som har direkt anknytning till fondbörsens verksamhet.

I första hand märks därvid börsdeltagarna eller börsmedlemmarna. Enligt den uppfattning, som under senare år blivit alltmer tongivande i vårt samhälle, bör medlemmarna i en organisation ha möjlighet att påverka beslut rörande dennas verksamhet och angelägenheter. I överensstämmelse härmed finner utredningen att börsmedlemmarna bör tillerkännas rätt att välja ett visst antal ledamöter och suppleanter till fondbörsens styrelse. Härigenom beaktas också intresset av att tillföra styrelsen sakkunskap. Bland

börsmedlemmarna finns personer med ingående insikter i börsverksamhet och därmed sammanhängande förhållanden.

En annan kategori, som direkt berörs av fondbörsens verksamhet, är de företag vars aktier är inregistrerade vid börsen. Det får anses betydelsefullt att börsstyrelsens tillsättande kan ske under medverkan av personer som har kunskaper om och praktisk erfarenhet av näringslivets problem. Därtill synes det skäligt att de noterade företagen, vars utveckling kan vara beroende av en väl fungerande börs, ges möjlighet att i börsstyrelsen få företrädare som kan belysa uppkomna frågor ur sina synvinklar och bidra till lösningar med sin erfarenhet. Av i stort sett motsvarande skäl bör de institutioner, som har det närmaste ansvaret för obligationsmarknaden i vårt land, berättigas att på angivet sätt få inflytande över börsstyrelsens sammansättning.

I och för sig kunde det vara önskvärt att också vissa andra grupper, för vilka skeendet på börsen är av vikt, tillerkändes rätt att invälja ledamöter och suppleanter i börsledningen. Utredningen åsyftar bl. a. löntagarna och aktiespararna. Det väsentliga för dessa grupper – liksom för andra grupper som berörs av börsverksamheten – torde emellertid vara att fondbörsen tillfredsställande fullgör sina uppgifter. Vidare bör framhållas att antalet ledamöter i styrelsen av arbetstekniska skäl måste vara begränsat. Utredningen anser sig därför inte kunna förorda valrätt för någon eller några av nu avsedda grupper. Deras intressen får i stället bli tillgodosedda genom att de av utredningen i övrigt föreslagna reglerna möjliggör ökad insyn för allmänheten och ökat inflytande för det allmänna i fråga om börsverksamheten.

Beträffande börsmedlemmarnas valrätt vill utredningen anmärka att, eftersom bankerna numera dominerar medlemskåren, är detta i och för sig ett skäl för att de bör ha större inflytande än mäklarna med avseende på börsstyrelsens sammansättning. Med hänsyn till ovissheten om kårens framtida struktur anser utredningen det dock lämpligast att medlemmarna gemensamt får välja ett visst antal styrelseledamöter.

När det gäller att bestämma den eller de instanser som bör välja företrädare för börsbolagen uppkommer vissa svårigheter. Hittills har det varit de av Stockholms handelskammare valda ledamöterna som ansetts vara talesmän för näringslivet och någon väsentlig invändning häremot är svårt att göra. Dock menar utredningen att det går att finna korporationer som på ett något bredare sätt representerar näringslivet. Utredningen syftar på Handelskamrarnas nämnd och Sveriges industriförbund. Därigenom markeras också att Stockholms fondbörs avses att även formellt få karaktären av riksbörs.

Vad angår valrätten för obligationsmarknadens intressenter bör denna tillkomma fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret gemensamt.

Angående frågan hur många ledamöter som varje valberättigad instans bör utse, vill utredningen understryka att utvecklingen ger vid handen att det föreligger behov av en mera allsidigt sammansatt styrelse än för närvarande och av en förstärkning av det allmännas representation i börsstyrelsen. Vad beträffar det totala antalet ledamöter i styrelsen bör erinras om vikten att antalet ej sätts så högt att styrelsens effektivitet äventyras. Med beaktande härav har utredningen stannat för att föreslå att styrelsen får bestå av ordförande och sju andra ledamöter jämte en suppleant för envar av dessa. Kungl. Maj:t bör utse ordförande och suppleant för honom samt två andra ledamöter och suppleanter för dem. Det uppdrag att tillgodose allmänna intressen, som åligger de av Kungl. Maj:t utsedda personerna, måste anses omfatta att beakta också intressen vilka ej kan beredas direkt representation i styrelsen, dvs. framför allt de institutioner, företag och enskilda som köper, äger och säljer vid börsen inregistrerade värdepapper. Utredningen finner ej erforderligt att i lagen särskilt ange de kvalifikationer som de av Kungl. Maj:t utsedda personerna bör besitta. Det får anses självklart att de bör äga kunskaper i ekonomi och kännedom om börsverksamhet. Lämpligt torde vara att

åtminstone en av de av Kungl. Maj:t utsedda ledamöterna såväl teoretiskt som praktiskt är väl insatt särskilt i redovisningsförhållanden. Fullmäktige i riksbanken och fullmäktige i riksgäldskontoret bör gemensamt utse en ledamot och suppleant för denne. Vidare bör Handelskamrarnas nämnd utse en ledamot och suppleant, liksom Sveriges industriförbund. Slutligen bör börsmedlemmarna gemensamt välja två ledamöter och suppleanter för dem.

Utredningen finner anledning att i detta sammanhang understryka att uppgiftens art kräver ett aktivt deltagande i arbetet från de enskilda ledamöternas sida och att uppdraget framdeles torde komma att ställa ökat krav på insatser av tid och krafter från dem, något som också får beaktas vid personvalet.

Skulle valberättigat organ till äventyrs ej utnyttja sin rätt att välja, kunde den situationen uppkomma att fondbörsens verksamhet lamslogs. För att förebygga detta bör Kungl. Maj:t ges rätt att, om valberättigat organ ej vederbörligen utser styrelseledamöter eller suppleanter, förordna de ledamöter och suppleanter som skulle ha utsetts av sådant organ.

Som förut nämnts är enligt 31 § i 1919 års lag (sådant lagrummet lyder från och med år 1971) mandattiden för styrelseledamöter och suppleanter högst tre år. Enligt gällande börsordning är mandattiden två år, en reminiscens från vad som enligt 1919 års lag gällde fram till år 1971. Med hänsyn till intresset av kontinuitet i arbetet bör nämnda tid i den nya lagstiftningen bestämmas till tre år. Liksom enligt nuvarande ordning bör, om någon avgår innan perioden utgått, efterträdare utses för den återstående tiden.

Börschefen bör liksom hittills utses av börsstyrelsen. Härigenom får man goda garantier för att börschefen har styrelsens förtroende, vilket är ägnat att främja börsverksamhetens effektivitet. I enlighet med nuvarande ordning bör styrelsen fastställa särskild instruktion för börschefen.

Utredningen vill framhålla att för främjande av effektiviteten i fondbörsens arbete bör vidare styrelsen kunna delegera vissa frågor – särskilt sådana som är av brådskande natur – till ett särskilt arbetsutskott, bestående av ordföranden och börschefen gemensamt, var för sig eller i förening med en eller flera ledamöter.

Till sist skall utredningen beröra frågan om ersättning åt styrelsens ledamöter och suppleanter.

Hittills har uppdraget som ledamot av börsstyrelsen inte varit förenat med arvode, om man bortser från att sedan år 1970 viss ersättning utgår till den ledamot som handhar börsens internationella kontakter och därigenom har en extra arbetsbörda.

Med hänsyn till att ett aktivt deltagande i börsstyrelsens arbete är tidskrävande och innebär ansvar anser utredningen att styrelsen i princip bör uppbära ersättning för sitt arbete. Ersättningen bör fastställas av Kungl. Maj:t och utgå av fondbörsens egna medel.

Vissa andra frågor avseende börsstyrelsen, såsom regler om beslutförhet och om omröstning, kommer utredningen att behandla i kap. 13 som rör procedurbestämmelser för fondbörsen.

# 5 Börsmedlemmar och börsombud

För att få delta i handel och notering vid fondbörs måste – i varje fall vid de flesta av världens börser – vissa kvalitativa förutsättningar vara uppfyllda med avseende på deltagarens person. Förutsättningarna är i stort sett av tre olika slag. För det första måste börsdeltagaren (börsmedlemmen) besitta den kunskap och erfarenhet som verksamheten kräver. För det andra fordras att han kan ställa ekonomiska garantier för ingångna avtal. För det tredje måste han ha gjort sig känd för redbarhet. I fråga om dem som är anställda hos börsdeltagare och på grund därav uppträder vid fondbörs såsom ombud för sin arbetsgivare ställs också allmänt krav beträffande bl. a. yrkeskunskap och redlighet. Skälet till att krav sålunda föreligger med avseende på börsdeltagare och deras ombud ligger i öppen dag. Börshandeln gäller stora värden och för börsfunktionen är det väsentligt att allmänheten har förtroende för börsens yrkesmän.

## 5.1 *Gällande ordning*

Regler om börsmedlemmar och börsombud är upptagna i 10–18 §§ börsordningen.

Vid årsskiftet 1972–1973 fanns vid Stockholms fondbörs 17 börsmedlemmar, varav 11 banker och 6 fondmäklarfirmor. Medlemmarna hade sammanlagt 77 börsombud. Av dessa företrädde 48 bankerna och 29 mäklarfirmorna.

### 5.1.1 Börsmedlemmar

Att vara medlem av börsen är en förutsättning för att få delta i verksamheten där. Ansökan om medlemskap prövas av börsstyrelsen. Endast den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse får antas till börsmedlem. Vidare gäller att svenskt medborgarskap skall föreligga för fondkommissionären eller den bolagsman eller styrelseledamot för vilken särskilda kvalifikationsgrunder gäller enligt 4 och 5 §§ 1919 års lag, eller också för föreståndare för kommissionärens rörelse. Därjämte skall fondkommissionären befinnas lämplig att vara börsmedlem. Vid ansökan om medlemskap skall inges bl. a. skriftligt förord av två börsmedlemmar och annan sökande än bank skall som säkerhet för de förbindelser som ingås vid fondbörsen till börsstyrelsen lämna svenska statsobligationer till ett värde av minst 25 000 kronor eller bankgaranti på eller bevis om insättning på spärrkonto i bank av motsvarande belopp.

Ehuru den som vill bli börsmedlem måste vara fondkommissionär – och i samband med godkännande som sådan prövas av myndighet – skall alltså börsstyrelsen pröva om fondkommissionären är lämplig att därjämte vara börsmedlem. I praxis har det sedan länge varit så, att en fondkommissionär utan vidare har kunnat förvärva börsmedlemskap (Algott, Börsen, En bok om rörliga värden till vardags, Uppsala 1965, s. 31).

Sambandet mellan rätten att vara fond-

kommissionär och börsmedlemskapet framgår också av reglerna om upphörande av medlemskap (14 § börsordningen). Förfaller eller återkallas börsmedlems tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, upphör nämligen samtidigt medlemskapet. Och har vederbörande myndighet – bankinspektionen – enligt 18 § 1919 års lag förbjudit fondkommissionär som är börsmedlem att fortsätta sin rörelse under viss tid, anses medlemskapet upphöra för samma tid.

Medlemskapet kan upphöra även på andra grunder som anges i 14 § börsordningen. Om sådana förändringar skett i börsmedlems företag i fråga om delägarskap eller ledning att det är att anse som ett väsentligen nytt företag, kan börsstyrelsen förordna att medlemskapet skall upphöra sex månader från den dag då medlemmen delgetts styrelsens beslut. Vidare kan börsstyrelsen förordna att medlemskapet omedelbart skall upphöra om någon ej längre är lämplig som börsmedlem eller medlem bryter mot börsordningen, ordningsreglerna för börsen eller styrelsens föreskrifter i övrigt. Vid lindrigare överträdelse får styrelsen inskränka sig till att ge medlemmen skriftlig erinran.

### 5.1.2 Börsombud

Som börsombud får godkännas den som är svensk medborgare och fast anställd hos börsmedlem. Vidare fordras för godkännande att ha fyllt 25 år och att på grund av tjänstgöring inom fondkommissions-, bank- eller likartad rörelse vara väl kvalificerad. Om särskilda skäl föreligger räcker det att ha fyllt 20 år.

Det är börsstyrelsen som beslutar i frågor om godkännande av börsombud. Ansökan om sådant godkännande skall göras av den börsmedlem hos vilken ombudet är anställd. Till ansökningshandlingen skall fogas bl. a. uppgift huruvida ersättning till ombudet enligt anställningsavtalet huvudsakligen utgår som fast lön eller som provision. Härmed avses att ge fondbörsen kännedom om i vad mån s. k. courtagemäklare förekommer, dvs. personer som får betalt för sitt arbete huvudsakligen genom att uppbära viss procent av det courtage de tillför arbetsgivaren.

Börsstyrelsen bestämmer antalet börsombud för varje medlem. Styrelsens godkännande av ombud gäller för ett kalenderår i sänder.

Börsordningen innehåller relativt utförliga regler om börsombudens egna fondbörsaffärer. Bakgrunden till dessa regler är bl. a. intresset att förebygga att börsombud, som får antas ha speciella kunskaper om t. ex. det vid olika tillfällen rådande marknadsläget, gynnar egna intressen på kundernas bekostnad (se K.W. Ström, Fondbörsen och tillsynsmyndigheten, Stockholms fondbörs 100 år, Stockholm 1963, s. 353 ff).

I 15 § tredje stycket börsordningen föreskrivs sålunda att börsombud ej för egen räkning får handla med börspapper eller andra värdepapper i större omfattning än som står i rimligt förhållande till hans inkomster och förmögenhetsförhållanden.

Vidare åläggs börsombud i 15 § fjärde stycket rapporteringsskyldighet i fråga om värdepappersaffärer som berör honom själv eller vissa honom närstående personer. Börsombud skall utan dröjsmål i den ordning bankinspektionen föreskriver till inspektionen redovisa varje affär i börspapper eller andra värdepapper, där han själv eller honom veterligen hans make eller omyndigt barn, som står under hans vårdnad, är part. Har någon av dem eller flera av dem tillsammans sådan väsentlig ekonomisk gemenskap med juridisk person som grundas på andelsrätt eller därmed jämförligt ekonomiskt intresse, omfattar redovisningsskyldigheten även den juridiska personens värdepappersinnehav, om börsombudet har väsentligt inflytande över den juridiska personens verksamhet.

Nyssnämnda regel kompletteras genom bestämmelsen i 17 § fjärde stycket vari börsmedlem åläggs att i den ordning som bankinspektionen föreskriver till inspektionen redovisa varje affär i börspapper eller andra värdepapper, där ena parten är börsombud, dennes make, omyndigt barn, som står under börsombudets vårdnad, eller sådan juridisk person som ovan sagts. Som

utredningen har framhållit i SOU 1970: 38 (s. 30) måste börsmedlemmarna, för att kunna fullgöra sin del av rapportskyldigheten, ha tillgång till ett ständigt aktuellt register över de personer som avses med redovisningsplikten. Börschefen tillser därför att en förteckning över börsmedlemmarnas ombud och deras ifrågavarande familjemedlemmar m. fl. upprättas och tillställs samtliga börsmedlemmar samt inspektionen. Även de fondkommissionärer som inte är börsmedlemmar informeras. Genom att redovisningen av börsombudens privata aktieaffärer sålunda skall ske till bankinspektionen, kommer den där samlade informationen att bilda underlag för tillsynsmyndighetens beslut, föreskrifter och ingripanden. Denna omständighet kan dock ej anses påverka börsstyrelsens rätt och skyldighet att på eget ansvar övervaka bl. a. börsombudens verksamhet och att inskrida om det behövs. Denna allmänna behörighet för börsstyrelsen kommer till klart uttryck i den grundläggande bestämmelsen i 32 § 1919 års lag (se 4.1).

I 18 § börsordningen finns regler om förlust av rätten att vara börsombud. Att denna rätt sammanhänger med vederbörande arbetsgivares börsmedlemskap framgår av första stycket i nämnda paragraf: upphör börsmedlem att vara medlem av fondbörsen, förfaller samtidigt godkännande för medlemmens börsombud. Förlust av rätten att vara börsombud kan vidare enligt 18 § andra stycket aktualiseras om någon ej längre är lämplig att vara börsombud eller bryter mot börsordningen, ordningsreglerna för börsen eller börsstyrelsens föreskrifter i övrigt. I sådana fall kan styrelsen återkalla godkännandet. Vid lindrigare överträdelse får styrelsen ge ombudet skriftlig erinran.

Ehuru uttrycklig bestämmelse ej finns måste det antas att godkännande förfaller även när börsombuds anställning hos vederbörande börsmedlem upphört eller när ombudet ej längre är svensk medborgare. Indirekt framgår detta av 17 § tredje stycket enligt vilket börsmedlem skall omedelbart anmäla när börsombud entledigats eller uppsagts sin tjänst och när ändring skett eller är avsedd att ske i förhållande rörande bl. a. medborgarskapet.

### 5.2 *Överväganden och förslag*

Utredningens uppdrag omfattar efter givna tilläggsdirektiv även lagstiftningen om fondkommissionärer. Detta ämne kommer utredningen att behandla i sitt slutbetänkande. De olika rättsliga spörsmål om fondkommission som uppkommer i det sammanhanget har betydelse för också börsmedlemmar och börsombud. Med hänsyn härtill begränsar utredningen sin framställning i förevarande avsnitt till företrädesvis frågor om förvärv och förlust av rätt att vara börsmedlem eller börsombud. Vad angår börsombud tar utredningen dock här upp även den i 5.1.2 berörda frågan om anmälningsskyldighet beträffande ombudens egna värdepappersaffärer.

#### 5.2.1 Börsmedlemmar

Som villkor för börsmedlemskap bör också framdeles gälla att vederbörande har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. Det skulle kunna ifrågasättas, om ej innehav av sådant tillstånd, som meddelas av myndighet, borde vara det enda villkoret. Att delta i verksamheten vid börsen kräver emellertid, om fondkommissionären är en fysisk person, som avser att personligen uppträda på börsen, speciella kunskaper och erfarenheter angående börsmetodik o. d., vilka ej nödvändigtvis blir föremål för prövning i samband med att tillstånd till fondkommissionsrörelse lämnas. Är fondkommissionären en fysisk person, som inte ämnar delta i börsverksamheten personligen utan genom ombud, måste krävas att fondkommissionären i sin rörelse har sådana personella resurser att hans ombud kan godtas av börsstyrelsen. Motsvarande krav måste ställas på en fondkommissionär som är juridisk person. Därtill kommer att en fondkommissionär, som vill bli börsmedlem, måste ha sin rörelse så organiserad, att det är praktiskt möjligt för honom att personligen eller genom ombud delta i för-

handlingarna på börsen dagligen. Detta torde åtminstone under nuvarande förhållanden innebära ett krav på att fondkommissionären har kontor i Stockholm.

Utredningen anser således att börsstyrelsen liksom hittills bör ha möjlighet att på nyssnämnda sätt pröva en fondkommissionärs lämplighet som börsmedlem.

I övrigt bör de i gällande rätt uppställda kraven för att bli börsmedlem kunna tas bort. Utredningen avser därvid kraven på svenskt medborgarskap och ställande av säkerhet för vid fondbörsen ingångna förbindelser. Beträffande medborgarskapskravet återkommer utredningen härtill i betänkandet om fondkommissionärer. Det kan ej finnas anledning att härvidlag ha olika regler för fondkommissionärer och börsmedlemmar. Den nu gällande regeln för börsmedlemmar (utom banker) om ställande av säkerhet torde sakna praktisk betydelse. Även i detta avseende lär det räcka med regler i lagstiftning om fondkommissionärer.

I fråga om förutsättningarna för förlust av medlemskap – och om tillfällig förlust av rätten att delta i fondbörsverksamheten samt om utdelande av skriftlig erinran vid smärre regelbrott – har utredningen ej funnit skäl att göra några ändringar i sak i de nuvarande materiella bestämmelserna. Dock må påpekas att utredningen föreslår borttagande av bestämmelsen i 14 § andra stycket börsordningen om medlemskapets upphörande när sådana förändringar skett i börsmedlems företag i fråga om delägarskap eller ledning att det är att anse som ett väsentligen nytt företag. Följden av förändringar av det slaget får i förekommande fall bero på börsstyrelsens prövning.

### 5.2.2 Börsombud

Beträffande villkoren för godkännande av börsombud bör även enligt den nya lagstiftningen gälla, att ombudet har fast anställning hos en medlem. Vad angår frågan om börsombuds löneförhållanden kan anmärkas att i 1939 och 1949 års börsordningar (1939: 936, 1949: 691) uppställdes krav på att ombudets ersättning huvudsakligen utgick i form av fast lön. Sådant krav har i den tidigare debatten ansetts vara ägnat att förebygga bl. a. att ombuden blir en särskild grupp börsdeltagare som i eget vinstintresse gör affärer på börsen (jfr Ström a.a. s. 355). I börsordningen (1960: 15) övergavs dock det i förutnämnda börsordningar angivna kravet på huvudsakligen fast lön. I ansökan om godkännande av börsombud skulle blott lämnas uppgift huruvida den ersättning som i anställningsvillkoren tillerkänts ombudet beräknades huvudsakligen utgå såsom fast lön eller i form av provision. Man hade därigenom återgått till de före år 1939 gällande bestämmelserna. Nuvarande regler överensstämmer i sak med dem i 1960 års börsordning. Utredningen finner det i och för sig önskvärt att anställningsförhållande för börsombud helt eller huvudsakligen grundas på fast lön. Något krav härpå synes det dock ej nödvändigt att föreskriva. Skulle en sådan ordning medföra olägenheter, t. ex. ge upphov till osund spekulation, får man förutsätta att börsstyrelsen ingriper. Utredningen återkommer till frågor av dylikt slag i sitt nästa betänkande.

Såsom hittills bör vidare uppställas krav på att ombudet har förvärvat den kunskap och erfarenhet som behövs för att klara arbetsuppgifterna. Enligt gällande ordning kan detta krav uppfyllas endast genom tjänstgöring inom fondkommissions-, bank- eller likartad rörelse. Utredningen anser att nämnda krav bör delvis kunna uppfyllas även på annat sätt, t. ex. genom meriter av huvudsakligen teoretiskt slag.

De nuvarande kraven i fråga om ålder och svenskt medborgarskap synes inte ha någon funktion att fylla och bör redan av det skälet tas bort. Därtill kommer att sådana krav i viss mån är av diskriminerande natur och således i och för sig knappast önskvärda. Det väsentliga för godkännande av ett börsombud måste vara att han uppfyller de i föregående stycke nämnda kraven och även i övrigt är lämplig från såväl yrkesmässiga som affärsetiska synpunkter.

Vad angår nuvarande bestämmelser om

börsombuds rapporteringsskyldighet i fråga om privata värdepappersaffärer har utredningen funnit anledning föreslå vissa ändringar i förhållande till gällande rätt.

En övervakning av ombudens egna börsaffärer är motiverad med hänsyn till särskilt betydelsen av att de i sin verksamhet tillvaratar sina kunders intressen. Ett börsombud har genom sin ställning vissa möjligheter att skaffa sig ekonomiska fördelar för egen del på bekostnad av kunderna, i synnerhet på grund av den speciella inblick i det aktuella orderläget för värdepapper som han har. Ombudet kan i varje fall härutinnan sägas vara en s. k. "insider". I anslutning till det nu anförda bör också framhållas att det från allmän synpunkt i varje fall är angeläget att ett börsombud ej för egen räkning bedriver börsaffärer i större omfattning än som står i rimligt förhållande till hans inkomster och förmögenhetsförhållanden.

Det måste anses ligga i börsombudens eget intresse att viss kontroll över deras privata börsaffärer utövas. Härigenom kan de undgå obefogade beskyllningar i skilda hänseenden.

Enligt utredningens mening bör kontrollen ske på det sättet att börsombuden åläggs skyldighet att till bankinspektionen anmäla innehav och ändring i innehavet av vissa värdepapper.

Anmälningsskyldigheten bör – i överensstämmelse med lagen om registrering av aktieinnehav – omfatta aktier som är inregistrerade vid fondbörsen samt emissionsbevis avseende sådana aktier. Därjämte bör anmälningsplikten avse konvertibla skuldebrev ävensom skuldebrev vilka är förenade med optionsrätt till nyteckning samt vinstandelsbevis, allt under förutsättning att värdepapperen är inregistrerade vid fondbörsen. En sådan omfattning av anmälningsplikten blir mera begränsad än den som nu föreskrivs i börsordningen, vilken avser såväl börspapper som andra värdepapper. Denna begränsning kan dock motiveras med att det är framför allt affärer i de ovan nämnda värdepapperen som har betydelse i förevarande sammanhang.

Vidare bör anmälningsplikten förutom ombudets eget innehav omfatta aktier m. m. som ägs av hans familjemedlemmar eller vissa juridiska personer, på motsvarande sätt som enligt gällande regler i börsordningen och lagen om registrering av aktieinnehav.

Innehav och ändring av innehav av värdepapper som nu sagts bör börsombud vara skyldig att snarast anmäla till bankinspektionen. För att börsstyrelsen skall kunna fullgöra sin övervakande uppgift beträffande börsombudens värdepappersinnehav bör den få rätt att ta del av de anmälningar som härom görs till bankinspektionen. Vidare bör, för att så effektivt som möjligt trygga efterlevnaden av anmälningsplikten, straffsanktioner införas.

Genom den sålunda föreslagna ordningen torde börsmedlemmars nuvarande skyldighet att till bankinspektionen redovisa ombudens värdepappersaffärer kunna slopas. För att kontrollera att anmälningsskyldigheten fullgörs bör emellertid inspektionen kunna stickprovsvis infordra uppgifter från såväl börsmedlemmar som övriga fondkommissionärer rörande affärer som utförts för anmälningsskyldig persons räkning.

En uttrycklig regel av det slag som nu finns i 15 § tredje stycket börsordningen om begränsning av börsombuds rätt att göra egna värdepappersaffärer, torde inte behövas. Det får ändå anses klart, att börsombud, såsom utredningen ovan framhållit, ej för egen räkning får handla med värdepapper i större omfattning än som står i rimligt förhållande till hans inkomster och förmögenhetsförhållanden.

Vad slutligen angår de materiella bestämmelserna om upphörande av rätt att vara börsombud – och om utdelande av skriftlig erinran – har utredningen ej funnit skäl att föreslå några sakliga ändringar i förhållande till gällande rätt.

# 6 Inregistrering av värdepapper vid fondbörsen

## 6.1 *Gällande ordning*

2 § första stycket börsordningen föreskriver att affärer och noteringar vid fondbörsen får avse endast värdepapper som inregistrerats där, s. k. börspapper. När det gäller *aktier* kan enligt andra stycket i nämnda paragraf som börspapper inregistreras dels i Sverige utfärdade aktier, dels i utlandet utfärdade aktier i dotterbolag till svenskt aktiebolag vars aktier inregistrerats vid fondbörsen. Utländska aktier av annat slag än nyss sagts kan inte inregistreras vilket sammanhänger med valutaregleringen. I fråga om *andra värdepapper* än aktier kan enligt samma stycke inregistreras i Sverige eller i utlandet utfärdade obligationer samt i Sverige utfärdade partial- och förlagsbevis. Som i Sverige utfärdade obligationer anses enligt paragrafens sista stycke sådana obligationer vilka utfärdats av svensk låntagare, oavsett i vilket land de har utgetts.

Inregistrering av värdepapper vid fondbörsen är ett beslut som meddelas av börsstyrelsen. Som redan framgått medför beslutet att värdepapperen enligt 2 § börsordningen får bli föremål för affärer och kursnotering vid fondbörsen. Vidare förutsätts för tillämpning av åtskilliga andra av börslagstiftningens regler att det är fråga om värdepapper som inregistrerats. Därjämte har inregistreringsbeslutet, såsom följande exempel visar, juridisk betydelse utanför den egentliga börslagstiftningen. Sålunda är lagen (1971: 827) om registrering av aktieinnehav tillämplig bl. a. på sådan aktie i svenskt aktiebolag som noteras vid fondbörsen och vidare föreskrivs i 107 § 1 mom. andra stycket lagen (1944: 705) om aktiebolag att om ett bolags aktier eller av bolaget utgivna obligationer är föremål för notering på svensk fondbörs skall minst en av bolagets revisorer vara auktoriserad revisor. Enligt 57 § lagen (1955: 183) om bankrörelse indelas vid beräkningen av kapitalkravet på banker dess placeringar i fyra grupper. Därvid nämns i grupp C bl. a. fordringar för vilka säkerheten utgörs av förlagsbevis eller aktie, som noteras vid fondbörs här i landet. Liknande regel finns även i 26 § lagen (1955: 416) om sparbanker, 34 § lagen (1956: 216) om jordbrukskasserörelsen och 7 § lagen (1969: 732) om postbanken. 59 § andra stycket lagen om bankrörelse föreskriver att aktie i investmentbolag får tas emot som pant endast om aktien noteras vid fondbörs här i landet. Vad nu sagts gäller enligt nämnda lagrum även förlagsbevis som utfärdats av sådant bolag. Regler av angivet slag finns också i 28 § sparbankslagen, 36 § lagen om jordbrukskasserörelsen och 9 § postbankslagen. Vidare kan erinras om 23 § förordningen (1941: 416) om arvsskatt och gåvoskatt samt 3 § kungörelsen (1970: 600) om förenklad aktiehantering. I kap. 10 detta betänkande anges ytterligare en regel vari inregistreringsbeslut tillmäts betydelse, nämligen 11 § lagen (1949: 722) om pantlåne-

rörelse. Inregistrering av värdepapper leder enligt praxis också till att medel tillhörande vissa personer och institutioner, såsom omyndiga och stiftelser, får placeras i dessa värdepapper (se SOU 1968: 59 s. 41 f).

Om villkoren för inregistrering säger 1919 års lag ej annat än att de skall anges i börsordningen. Enligt fondhandelsutredningen (s. 102) avser introduktionen att fastställa, att vederbörande värdepapper uppfyller vissa föreskrivna villkor. Härigenom skulle säkerställas att fondbörsen inte tas i anspråk för affärer i sådana papper som ej representerar ett verkligt värde eller eljest ej är ägnade att inge förtroende. Även av andra orsaker skulle enligt fondhandelsutredningen ett värdepapper kunna vara uteslutet från fondbörs, t. ex. om det utgör andel av ett så pass obetydligt kapitalbelopp, att det alltför lätt kan göras till föremål för hausse- eller baissespekulation. Propositionen till 1919 års lag behandlar ej särskilt villkoren för inregistrering.

Bestämmelser om inregistrering finns i börsordningen. Häri anges till en början vilka handlingar och uppgifter som skall fogas till ansökningen om inregistrering. Av börsordningen framgår ej direkt vad som i materiellt hänseende krävs för bifall till ansökningen. I stor utsträckning har det överlåtits på börsstyrelsen att utbilda praxis härvidlag. Dock uppräknas i börsordningen vissa fall då inregistrering inte får ske.

### 6.1.1 Aktier

Krav på viss *bolagsstorlek* har tagits upp i 21 § första punkten börsordningen. Där sägs att inregistrering inte får ske av aktier i bolag med aktiekapital under fem miljoner kronor eller motsvarande belopp i utländsk valuta enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistreringen avgörs. Har ett bolag flera aktieserier med ett sammanlagt belopp av minst fem miljoner kronor kan alltså enligt ordalydelsen i nämnda bestämmelse en av dessa serier inregistreras även om seriens nominella värde understiger sagda belopp. Det kan i detta sammanhang också nämnas att enligt 21 § andra punkten får inregistrering inte ske av aktier tillhörande emission, som inte blivit helt inbetald eller för vilken aktiebrev eller, i fråga om utländskt aktiebolag, mot aktiebrev svarande utländskt värdepapper inte utfärdats. Aktier i aktiebolag på vilket lagen (1970: 596) om förenklad aktiehantering är tillämplig, får enligt 21 § sista stycket inregistreras utan hinder av att aktierna inte motsvaras av aktiebrev.

För att kurssättningen av börsaktier skall kunna bli tillförlitlig fordras att affärer med aktierna kommer till stånd vid börsen något så när regelbundet. Det måste med andra ord finnas en *marknad* i bolagets aktier. En grundförutsättning härför är att ett större antal personer innehar aktierna (jfr SOU 1971: 9 s. 76). Enligt 19 § andra stycket tredje punkten börsordningen föreskrivs att uppgift om aktiernas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten samt ungefärliga antalet aktieägare skall lämnas vid ansökan om inregistrering av svenska aktier. Varken i börsordningen eller någon annan författning har specificerats vad som skall krävas i dessa hänseenden. Det åligger börsstyrelsen att utbilda praxis om spridningskravet. Sedan 1960-talet har styrelsen enligt uppgift i allmänhet ställt som villkor för introduktion att det finns inemot 1 000 börspostägare. Börspost är den av börsstyrelsen för varje värdepapper fastställda minimikvantitet som kan bli föremål för officiell kurssättning vid börsen (se SOU 1968: 59 s. 41). Vidare kan påpekas att enligt börsstyrelsens praxis bör i fråga om aktier börspostens penningvärde vid introduktionstillfället inte understiga cirka 6 000 och inte överstiga cirka 12 000 kronor. Det kan därjämte upplysas om att en inom börsstyrelsen tillsatt intern kommitté år 1964 föreslog att ett bolag för att få börsintroduktion skulle kunna visa att det hade lägst 800 aktieägare som var för sig ägde minst en börspost. Detta minimiantal borde emellertid enligt kommittén accepteras endast för bolag med ett aktiekapital av fem miljoner kronor. För bolag med större aktiekapital borde spridningskravet skärpas. Börsstyrel-

sen synes i sin praxis ej ha till fullo följt denna rekommendation. Spridningskravet är relativt sett lägre om det inregistrerade kapitalet är mycket stort (SOU 1968: 59 s. 41).

19 § andra stycket femte punkten börsordningen innehåller föreskrifter som kan sägas hänföra sig till det introduktionssökande *bolagets kvalitet*. Därmed åsyftas bolagets ekonomiska situation och framtidsutsikter. Det stadgas att till ansökan om registrering av svenska aktier skall fogas årsredovisningar och revisionsberättelser för de fem senaste räkenskapsåren. I särskilda fall får börsstyrelsen enligt 19 § sista stycket dock medge inregistrering även om årsredovisning och revisionsberättelse för det bolag, vars aktier inregistreringen avser, kan företes för endast ett räkenskapsår. Dispensregeln tillämpas i praxis bara i fråga om investmentbolag vars tillgångssida består helt eller så gott som helt av inregistrerade aktier (SOU 1967: 64 s. 144 och 145). Därjämte har börsstyrelsen enligt 23 § första punkten rätt att infordra alla upplysningar som den finner nödvändiga för att bedöma om värdepapper som anmälts till inregistrering är av sådan beskaffenhet att det bör inregistreras. Denna rätt utnyttjar styrelsen så gott som undantagslöst. Vidare framgår av 21 § femte punkten att inregistrering inte får ske av aktier, om utfärdaren inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation.

I likhet med vad som gäller spridningskravet ankommer det även beträffande frågor om bolagets kvalitet på börsstyrelsen att utbilda praxis. Enligt denna medger styrelsen inte introduktion utan att den övertygats om att bolaget uppfyller sådana anspråk i fråga om kapitalställning, likviditet och "earning capacity" som allmänt utmärker börsbolagen (SOU 1967: 64 s. 145 och Algott, a. a. s. 83). Man torde vidare kunna utgå från att börsstyrelsen kräver att dagsvärdet på ett ansökande bolags aktier vid inregistreringstillfället uppgår till minst 10 miljoner kronor (SOU 1967: 64 s. 144). Något ovillkorligt krav finns inte på att bolaget lämnat utdelning under den period om fem år som granskningen avser. Att utdelning inte har lämnats kan förekomma hos t. ex. företag som haft karaktären av familjebolag.

Ovan har angetts vissa uppgifter som enligt börsordningen skall lämnas vid ansökan om inregistrering av aktier. Förutom de sålunda nämnda uppgifterna om aktiespridning, årsredovisningar o. d. skall enligt 19 § andra stycket börsordningen till ansökningshandlingen i fråga om svenska aktier fogas bolagsordning (första punkten i angivna författningsrum), bevis att aktiekapitalet till fullo inbetalats (andra punkten) samt – såvida ej lagen om förenklad aktiehantering är tillämplig – vissa uppgifter om aktienummer, kuponger o. d. (fjärde punkten). För aktier i utländskt bolag gäller 19 § andra stycket i tillämpliga delar. Slutligen kan här erinras om 24 § som innehåller bestämmelser om inregistrerings- och årsavgifter.

Enligt från börsen inhämtade uppgifter tillgår *handläggningen* i samband med ansökan om börsintroduktion av aktier i huvudsak på följande sätt: En representant för det bolag varom är fråga eller dess bankförbindelse tar underhand kontakt med börschefen och hör sig för om förutsättningarna för introduktion. Anses därvid dessa i princip uppfyllda översänds årsredovisningar och revisionsberättelser till börschefen. Denne förvissar sig om att berättelserna inte innehåller några anmärkningar mot företagsledningen och att sådana omständigheter i övrigt inte föreligger som är ägnade att diskriminera bolaget. Börschefen genomgår därefter årsredovisningarna och införskaffar kompletterande uppgifter från bolaget rörande dolda reserver, investeringsplaner, prisutvecklingen för bolagets produkter, eventuella utlandsmarknader m. m. (jfr Algott, a. a. s. 83). Sedan några år anlitar börsen en välkänd revisionsfirma som konsultativt organ vars granskning redovisas i en skriftlig rapport. Denna innehåller en utförlig analys av det introduktionssökande företagets ekonomi. När granskningen är färdig föredrar börschefen ärendet för börsstyrelsens ordförande. Är denne och börschefen överens om att inregistrering bör kunna komma i fråga underrättas bolaget härom för uppsättande av skrift-

lig ansökan. Enligt 19 § första stycket börsordningen skall ansökan göras av styrelsen för vederbörande bolag. Ansökningen föredras därefter inför börsstyrelsen. Intill föredragningen är materialet i ärendet tillgängligt bara för börsstyrelsens ordförande och börschefen. Eftersom föredragningen i praktiken inte kan omfatta varje detalj i materialet, kan det inträffa att styrelseledamöterna, frånsett ordföranden, på grund av t. ex. tidsbrist inte får del av allt som tillförts ärendet. I princip är dock detta material, från och med tiden för ärendets föredragning, i sin helhet tillgängligt för envar av styrelsens ledamöter och suppleanter.

Slutligen kan nämnas att enligt 23 § andra punkten börsordningen är börsstyrelsen inte skyldig att motivera avslag på ansökan om inregistrering.

### 6.1.2 Obligationer o. d.

Vid inregistrering av andra värdepapper än aktier är prövningen för börsstyrelsens del av närmast formell natur. Man kan nämligen räkna med att en kvalitetsprövning i sak verkställts av de institutioner som medverkat vid utgivandet av lånen i fråga. Är det fråga om svenska statslån eller likvärdiga lån är kvalitetsprövning inte påkallad. Vad angår krav på spridning anses dylikt uppfyllt därigenom att lånet faktiskt placerats på marknaden (se Algott, a. a. s. 81). Härvid bör erinras om vad utredningen tidigare anfört om den institutionella karaktär som obligationsmarknaden numera har.

Börsstyrelsens prövning kan alltså i stort sett inriktas på att kontrollera vissa formella krav, varom stadgas i 20–22 §§ börsordningen. För att underlätta proceduren beslöt börsstyrelsen år 1963 att delegera rätten att inregistrera obligationslån till styrelsens ordförande. År 1968 fick ordföranden motsvarande rätt även beträffande förlags- och partiallån.

Enligt 20 § första stycket skall ansökan om inregistrering av obligationer göras av börsmedlem eller av den myndighet eller det företag, vars obligationer inregistreringen avser. Till ansökningshandlingen skall enligt 20 § andra stycket fogas uppgift om behörigheten att utfärda obligationerna samt, dock ej för svenska statens obligationer, totalbeloppet av de obligationer inregistreringen avser och – om obligationerna är del av en emission – hur mycket som förut utgetts och vad som återstår. Vidare skall upplysas om kapitalbeloppet av de obligationer som fått spridning bland allmänheten och om serier i vilka obligationerna har indelats och obligationernas valörer. Därjämte skall uppgift lämnas angående bestämmelser om amortering, konvertering och slutbetalning samt om plats och termin för betalning av ränta eller av kapitalbelopp som är förfallet till betalning ävensom om tid för preskription av ränta eller av kapitalbelopp som är förfallet till betalning. Uppgift skall också lämnas om pant eller säkerhet som har utfästs och den förmånsrätt som gäller för de anmälda obligationerna i förhållande till andra emissioner. Om ansökningen avser obligationer utfärdade av bolag vars aktier ej är inregistrerade vid fondbörsen, skall enligt 20 § fjärde stycket bolagsordning samt, om börsstyrelsen ej finner särskilda omständigheter föranleda annat, årsredovisningar och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren fogas till ansökningshandlingen. 20 § gäller i tillämpliga delar även partial- och förlagsbevis.

Enligt 21 § får inregistrering ej ske av obligationer samt partial- och förlagsbevis, om nominella beloppet av lånet eller den del av lånet som inregistreringen avser understiger fem miljoner kronor eller motsvarande belopp i utländsk valuta enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistreringen avgörs. Ej heller får nämnda värdepapper inregistreras om till lånet hörande förfallna kuponger ej infriats eller de som är ansvariga för lånet i övrigt ej fullgjort sina förpliktelser i fråga om värdepapperen. Slutligen får enligt 21 § – i likhet med reglerna om aktier – inregistrering ej ske om utfärdaren inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation.

I 22 § uppställs därjämte vissa särskilda

krav för inregistrering av i utlandet utfärdade obligationer. Bl. a. fordras att obligationerna skall avse lån i vars uppläggande svenskt bankaktiebolag deltagit och att obligationerna emitterats inom landet genom offentligt annonserad teckningsinbjudan eller genom utsända prospekt. Vidare bör nämnas att obligationerna, om de inte utfärdats i Danmark, Finland, Island eller Norge, skall utgöra svensk andel av obligationslån, vars för utlandet avsedda del är föremål för handel och notering vid utländsk större fondbörs.

I *bilaga 2* till detta betänkande finns redovisade vissa synpunkter på svensk obligationsmarknad. Utredningen hänvisar härtill. Genom den redogörelse, som lämnas i bilagan, har utredningen efterkommit i 1966 års direktiv gjorda uttalanden om analys och diskussion av obligationsmarknadens funktionssätt och mekanismer.

Ytterligare undersökningar och analyser i ämnet torde komma att presenteras av 1968 års kapitalmarknadsutredning. Det kan erinras om att frågan om obligationsmarknaden berörts också i avsnitt 2.1 i detta betänkande.

## 6.2 *Överväganden och förslag*

### 6.2.1 Aktier och därtill hörande värden

En stadig och omfattande handel med värdepapper på börsen ökar dess möjligheter att fullgöra sina uppgifter. Det är därvid i princip också av betydelse att börshandeln omfattar aktierna i åtminstone de viktigaste företagen inom näringslivets olika grenar. Med hänsyn härtill är det alltså i och för sig angeläget att tillse att aktierna i dessa företag också finns upptagna på börsen. Det sålunda önskvärda måste emellertid vägas mot det primära intresset av att börsen faktiskt kan fungera på ett sätt som är ägnat att vinna allmänhetens förtroende. Utredningen har i ett tidigare avsnitt (2.1) angett vissa förutsättningar härför. Dessa innebär, såvitt gäller frågan om börsintroduktion av aktier, att vissa krav måste ställas på ett bolag som ansöker om inregistrering av sina aktier. Kraven bör liksom hittills avse bolagets storlek och kvalitet samt att det finns en marknad för aktierna. Dessa krav är i viss utsträckning inbördes beroende av varandra, exempelvis föreligger samband mellan bolagsstorleken och förekomsten av en marknad. I anslutning till kvalitetskravet bör uppmärksammas möjligheterna för allmänheten att bedöma ett ansökande företags ekonomiska ställning. Enligt nu rådande ordning är uppgifter härom i betydande grad förbehållna börsstyrelsen. Regler om ökad information för allmänheten om ett företag i samband med börsintroduktion bör övervägas.

Vid bestämmande av kraven för inregistrering vid börsen synes man kunna gå tillväga på i huvudsak tre olika sätt. En möjlighet är att använda sig av helt formella kriterier, såsom visst minimikapital, viss räntabilitet m. m. En annan utväg är att låta det organ, som avgör frågor om inregistrering, företa en renodlat skönsmässig prövning. En tredje metod slutligen är en kombination av formella grunder och diskretionär bedömning.

Det sistnämnda förfaringssättet tillämpas i nuvarande ordning. Utredningen anser att detta system, som begagnas också vid bl. a. de stora börserna i USA och Storbritannien, bör behållas. Till förmån för användande av enbart formella förutsättningar talar visserligen att man kan uppnå helt entydiga schablonregler. Det finns i och för sig anledning att eftersträva förutsättningar av det slaget men särskilt de kvalitetskrav, som måste uppställas på introduktionssökande företag, låter sig svårligen beskrivas bara numeriskt. På grund härav kan diskretionära bedömningsgrunder inte undvaras.

Det nu anförda har betydelse för inte bara den inregistrering av värdepapper som börsstyrelsen ombesörjer, utan också för den inregistrering vid fondbörsen av värdepapper som styrelsen, enligt vad i kap. 3 föreslagits, skall kunna uppdra åt sammanslutning av fondkommissionärer att handha. I det följande kallas sådan inregistrering, som beslutas av börsstyrelsen, *inregistrering för börsnotering*. Inregistrering av värdepapper, som

beslutas av sammanslutning av fondkommissionärer, benämns *inregistrering för fondhandlarnotering*. I båda fallen är det fråga om inregistrering vid Stockholms fondbörs.

Vad först angår frågan om *bolagets storlek* anknyts denna i 21 § första punkten börsordningen till aktiekapitalets belopp, vilket inte får understiga fem miljoner kronor. Detta mått kan emellertid ibland ge en något skev bild av ett bolags storlek. Utredningen har i sitt betänkande om större företags offentliga redovisning (SOU 1971:9 s. 77), vid ställningstagande till vilka förutsättningar som bör gälla för att ett företag skall anses vara ett s. k. aktiemarknadsbolag, uttalat, att frågan om företagsstorlek bör anknytas till summan av tillgångarna. I nämnda betänkande har utredningen satt gränsen så att det blir avgörande om tillgångarnas nettovärde överstiger tio miljoner kronor. Med tillgångarnas nettovärde avses därvid tillgångarnas på balansräkningens aktivsida upptagna värde efter avdrag för ackumulerade av- och nedskrivningar, varulagerreserv etc. (se SOU 1971:9 s. 88). Det ligger måhända nära till hands att anse att detta mått även i förevarande sammanhang ger den bästa uppfattningen av ett bolags storlek. På nämnda sätt kan man dock inte mäta hur mycket som är investerat i form av eget kapital. Enligt utredningen utgör storleken av det totala egna kapitalet ett lämpligt mått i samband med prövning av ansökan om börsintroduktion. Detta kapital bör förslagsvis uppgå till minst tio miljoner kronor. För att komplettera bilden av det ansökande bolagets storlek bör därjämte krävas att marknadsvärdet av företagets aktier vid introduktionstillfället kan beräknas till ett visst minsta belopp, här också förslagsvis minst tio miljoner kronor.

Om ett bolag har aktier av olika typ, t. ex. bundna och fria aktier, och särnotering påkallas av dessa olika serier, bör kravet på marknadsvärde gälla var och en av serierna. Det kan tilläggas att hinder ej bör föreligga mot att under samma inregistreringstitel inrymma aktier av olika slag, förutsatt att svårigheter av marknadsteknisk art ej skulle bli följden.

De sålunda föreslagna reglerna om bolagsstorlek bör inskrivas i börslagstiftningen. Dock bör dessa regler avse endast inregistrering för börsnotering. I fråga om inregistrering för fondhandlarnotering bör ej kravet på bolagsstorlek fastlåsas. Meningen är nämligen att sådan inregistrering skall kunna ske av även mindre bolag, så att vissa familjeföretag kan söka sig till börsen och utnyttja därmed förenade fördelar beträffande kapitalanskaffning m. m. Det får ankomma på börsstyrelsen att i samråd med vederbörande sammanslutning av fondkommissionärer utforma regler härutinnan.

Beträffande *marknadsunderlaget* har utredningen tidigare påpekat bl. a. att enligt nuvarande praxis fordras i allmänhet inemot 1 000 börspostägare av det introduktionssökande bolagets aktier.

I utredningens betänkande SOU 1971:9 (s. 77) har ansetts att en spridning av ett bolags aktier på minst 200 ägare får anses konstituera ett potentiellt s. k. aktiemarknadsbolag och att ett bolag som anslutit sig till det nya aktiehanteringssystemet får presumeras ha mer än 200 aktieägare. Dessa kriterier kan enligt utredningen knappast tjäna som riktlinjer i fråga om börshandeln. Goda garantier måste nämligen finnas för att det faktiskt kommer att finnas en marknad för det sökande bolagets aktier på börsen, vars kurssättning måste vara representativ. Uppgår antalet börspostägare till inemot 1 000 eller däröver är det sannolikt att regelbunden handel kommer till stånd. Utredningen finner därför att nuvarande praxis beträffande spridningskravet kan vara vägledande även i fortsättningen.

Om särnotering skall ske av olika aktieserier hos ett bolag bör – i analogi med vad utredningen ovan sagt rörande kravet på visst marknadsvärde – spridningskravet gälla för var och en av aktieserierna.

Vad utredningen sålunda uttalat om krav på marknadsunderlag bör tjäna som riktmärke för börsstyrelsens handlande. Börsstyrelsen bör dock ej bindas genom att preciserade regler i förevarande hänseende inskrivs i en börsförfattning. Styrelsen bör

ha fria händer att, med utgångspunkt från hittillsvarande ordning och börsens uppgifter, successivt utbilda praxis. Det kan särskilt påpekas att spridningskravet vid inregistrering för fondhandlarnotering bör vara mindre än vid inregistrering för börsnotering. Detta rimmar med vad förut sagts om olika krav med avseende på bolagsstorlek. Dock måste alltid fordras att man med fog kan räkna med en regelbunden handel i det värdepapper varom är fråga.

Härefter övergår utredningen till de krav för börsintroduktion som rör det ansökande bolagets *kvalitet* och allmänhetens behov av *information* om bolaget.

Krav i båda dessa hänseenden förekommer vid alla större utländska börser. På en del håll synes därvid tonvikten läggas på informationsaspekten; allmänheten skall få del av sådana upplysningar om bolaget att en bedömning av dess ekonomiska status möjliggörs.

I Västtyskland avser sålunda kvalitetsprövningen i huvudsak att hindra inregistrering av aktier som skulle skada betydelsefulla allmänna intressen eller uppenbarligen medföra vilseledande av allmänheten. Det är alltså ej fråga om att positivt fastställa att det ansökande bolaget vid tiden för inregistreringen har en god ekonomisk ställning eller att dess aktier vid den tidpunkten utgör ett gott placeringsobjekt. Det har sagts att en sådan materiell prövning skulle vara att begära för mycket av det inregistrerande organet (se H. Bremer, Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin, 1969, s. 101). För att tillgodose allmänhetens informationsbehov skall i anslutning till börsintroduktionen ett prospekt utfärdas med uppgifter om vederbörande bolags utveckling och aktuella ekonomiska situation.

Vid Parisbörsen synes tyngdpunkten vid inregistreringsförfarandet till för några år sedan ha legat på prövning av företagens kvalitet (jfr G. Bruns, Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt am Main, 1961, s. 81 f). Under senare år har emellertid stor vikt börjat fästas också vid allmänhetens informationsbehov. Det åligger sålunda – som utredningen påpekat i ett tidigare betänkande – den år 1967 inrättade statliga myndigheten "la Commission des Operations de Bourse" (COB) att övervaka bl. a. att allmänheten i samband med emissioner på värdepappersmarknaden får tillgång till ordentliga informationer. Emissionsprospekt skall förses med bevis om av COB verkställd granskning. Motsvarande kontroll utövas vid börsintroduktion av tidigare emitterade men onoterade papper (SOU 1970: 38 s. 21). Det kan i detta sammanhang också anmärkas att det är COB som på förslag av "la Chambre Syndicale" – börsstyrelsen – beslutar om värdepappers upptagande till notering. Det är därvid inte erforderligt att vederbörande företag ansökt om inregistrering. Ett företag kan mot sin vilja bli inregistrerat (Bremer a. a. s. 172, Bruns a. a. s. 130).

I Storbritannien är ett bolag skyldigt att i samband med börsintroduktion förbinda sig att i fortsättningen hålla börsstyrelsen underrättad om bl. a. varje betydelsefull händelse som kan påverka marknadens efterfrågan på aktier i bolaget. Åtagandet sker genom ett s. k. "listing agreement". Börsen skall sålunda utan dröjsmål få den information som aktieägarna behöver för att bedöma bolagets ställning. För inregistrering fordras – förutom uppfyllande av vissa formella krav – vidare att sådan är lämplig med hänsyn till bolagets ekonomiska förhållanden.

Innan ett värdepapper får bli föremål för handel på New York Stock Exchange måste börsen ha godkänt det för notering och det måste ha registrerats hos Securities and Exchange Commission (SEC), en federal myndighet med uppgift att övervaka efterlevnaden av värdepappers- och börslagarna i USA (SOU 1970: 38 s. 17). Genom registreringen hos SEC erhålls garantier för att allmänheten får utförliga uppgifter om vederbörande företags ekonomiska och andra förhållanden. I introduktionsärendet undersöker börsen att vissa formella förutsättningar föreligger, såsom i fråga om antal aktieägare och marknadsvärdet av aktier i allmänhetens ägo. Därjämte tar man hänsyn

till olika förhållanden av betydelse för bedömningen av företagets ekonomiska situation. Även omständigheter av icke finansiell natur beaktas, såsom företagets förhållande till sina anställda. I samband med börsintroduktion träffas mellan börsen och bolaget ett "listing agreement". Härigenom åtar sig bolaget bl. a. att offentliggöra och till aktieägarna sända årsredovisning m. m. Ett viktigt insynsinstrument utgör kravet på "timely disclosure", varigenom bolaget förpliktar sig att tillse att hela den aktiesparande allmänheten i så stor utsträckning som möjligt får samtidig information om väsentliga händelser rörande bolaget.

Det kan nämnas att inom Europeiska Gemenskapen har under 1972 framlagts förslag till regler med långtgående krav på information i samband med introduktion av värdepapper på börserna i gemenskapens medlemsländer (se Ekonomisk revy 1972, s. 485 f.).

När man jämför kraven på kvalitet och information vid börsintroduktion mellan å ena sidan Stockholms fondbörs och å andra sidan ovannämnda utländska börser, framträder vissa skillnader. I vårt land kommer frågan om allmänhetens information, i motsats till vad som gäller i utlandet, i skymundan för kvalitetskravet. De uppgifter om vissa ekonomiska förhållanden, som ett bolag lämnar Stockholms fondbörs i ett introduktionsärende, är ej offentliga. För inregistrering fordras inget åtagande från företagets sida att publicera sådana uppgifter om sina förhållanden att en utomstående själv kan bedöma företagets ekonomiska situation. För närvarande medför inregistreringen i och för sig ej heller eljest några förpliktelser att på angivet sätt informera allmänheten. En annan sak är att de större svenska företagen under senare år frivilligt vidgat sin information (se SOU 1971:9 s. 35 ff). I sammanhanget bör också erinras om det förslag om större företags offentliga redovisning som utredningen framlagt i nyss nämnda betänkande. Genomförs det förslaget får man garantier för att bl. a. bolag vars aktier noteras vid fondbörsen ingående informerar i årsredovisningar, delårsrapporter och emissionsprospekt.

Enligt utredningen är det dock av vikt att information lämnas till allmänheten även i samband med att inregistrering sker vid börsen. Därför bör det ansökande bolaget i ett mellan det inregistrerande organet och bolaget upprättat avtal, "listing agreement" (inregistreringskontrakt), förplikta sig att omedelbart efter beslut om inregistrering tillhandahålla allmänheten ett prospekt med uppgifter om sina förhållanden. Vad nu sagts bör gälla såväl inregistrering för börsnotering som inregistrering för fondhandlarnotering. Innehållet i prospektet bör motsvara det som enligt utredningens förslag i SOU 1971:9 bör gälla för emissionsprospekt. Har prospekt av det senare slaget nyligen utfärdats bör kravet på publicering av särskilt introduktionsprospekt kunna efterges, förutsatt att emissionsprospektet fortfarande kan tillhandahållas.

Utredningen anser vidare att ansökande bolag i inregistreringskontraktet bör åta sig att uppfylla vissa andra informationskrav. Redan börsintroducerade bolag bör göra liknande åtaganden. Till dessa frågor återkommer utredningen i 6.4.

Genom att sålunda i samband med inregistrering säkerställa informationsgivning till allmänheten vidgas möjligheterna för denna att bedöma börsbolagen. En sådan ordning skulle också bättre överensstämma med vad som gäller om börsintroduktion vid de största utländska börserna. Utredningen föreslår därför att informationskrav i enlighet med det ovan anförda uppställs med avseende på Stockholms fondbörs.

Vad angår börsstyrelsens kvalitetsprövning av ansökande bolag kan till en början konstateras att det för allmänhetens tilltro till börsen självfallet är en grundförutsättning att aktier i icke seriösa eller eljest tvivelaktiga bolag hindras vinna inregistrering. Härvid bör i kravet på kvalitet ingå beaktande också av omständigheter som inte direkt hänför sig till bolagets ekonomiska ställning. Utredningen åsyftar här bl. a. det allmänna förtroendet för företagsledningen och arten av

bolagets verksamhet. Sålunda kan det vara ett skäl mot introduktion t. ex. om företagsledningen kan befaras komma att åsidosätta de för introducerade bolag gällande börsreglerna.

Beträffande särskilt kravet på ekonomisk kvalitet torde detta för närvarande i huvudsak innebära att endast sådana aktier inregistreras som enligt börsstyrelsens mening vid tiden för introduktionen framstår såsom acceptabla placeringsobjekt. Det bör understrykas att detta vitsord avser enbart läget vid inregistreringstillfället och att det därför – av naturliga skäl – inte utgör någon garanti för framtiden. Dess värde är med andra ord begränsat. Utredningen vill dock ej att börsstyrelsen hindras att härvidlag fortsätta den praxis som har utbildats. Börsstyrelsen bör alltså även framdeles äga företa en kvalitetsbedömning av nämnda typ. Det bör emellertid stå styrelsen fritt att ändra denna praxis, om den så finner erforderligt och förenligt med börsverksamhetens allmänna syften. Underlaget för den bedömning som görs av det inregistrerande organet – börsstyrelsen eller i förekommande fall sammanslutning av fondkommissionärer – bör däremot i motsats till vad nu gäller i princip offentliggöras. Förverkligandet av denna princip underlättas om en precisering sker av vilket material som skall ligga till grund för bedömningen. Härvid synes det lämpligt att anknyta till det introduktionsprospekt som utredningen tidigare omtalat. Det bör vara uppgifterna i detta prospekt – som skall publiceras – jämte förut publicerade uppgifter om företaget som det inregistrerande organet går efter vid sin ekonomiska kvalitetsbedömning.

Som framgått har i det föregående förutsatts att inregistrering av aktier kan komma i fråga endast när vederbörande bolag ansökt därom. Huvudregeln bör vara att ett företag inte skall kunna tvingas in på börsen. I vissa fall anser utredningen dock att det inregistrerande organet bör medges rätt att självmant uppföra aktier till notering.

Utredningen tänker först på det fall då aktiekapital ökats såvitt avser aktier som är inregistrerade vid börsen. Om nya sådana aktier ej inregistreras skulle praktiska svårigheter kunna uppkomma i aktiehandeln. Underlåter bolaget att utan dröjsmål ansöka om inregistrering av de aktier som svarar mot ökningen, bör det inregistrerande organet på eget initiativ kunna besluta att inregistrera de nya aktierna. Vidare avser utredningen fall då ett företag av någon anledning ej söker sig till börsen, ehuru omsättningen av dess aktier har sådan frekvens att det från den aktieägande allmänhetens sida framstår som angeläget att inregistrering sker. I en sådan situation, som torde uppkomma bara undantagsvis, bör med bankinspektionens samtycke inregistrering för fondhandlarnotering kunna ske utan föregående ansökan. Detsamma bör gälla i andra fall när särskilda skäl föreligger.

Utredningen har tidigare (3.1) påpekat att i samband med ny- och fondemissioner i inregistrerade aktier uppkommer en handel i emissionsbevis. Denna handel äger i allt väsentligt rum i börsens lokaler vid förhandlingar mellan börsmedlemmarna. Till skillnad från vad som är fallet i fråga om motsvarande handel exempelvis i Helsingfors och Oslo har nämnda handel hittills ej varit föremål för officiell notering vid Stockholms fondbörs. Enligt 2 § börsordningen kan affärer och noteringar vid fondbörsen nämligen ej avse emissionsbevis. Såvitt utredningen erfarit har inga olägenheter försports härav. Såväl det praktiserade noteringsförfarandet som nyhetstjänsten har fungerat på ett från marknadssynpunkt tillfredsställande sätt.

Emellertid omfattar den ensamrätt till fondbörsverksamhet, som enligt förslaget tillkommer Stockholms fondbörs, även börsmässig handel och kursnotering av emissionsbevis. På grund härav måste alltså sådan handel och notering i fortsättningen bedrivas inom fondbörsens ram. Detta innebär att möjlighet behöver öppnas för inregistrering av emissionsbevis. Därvid torde det bara kunna bli fråga om sådana bevis som grundas på innehav av förut inregistrerade värdepapper. Man bör nämligen kunna utgå från att behov av börsmässig handel och notering

ej blir aktuellt beträffande emissionsbevis som hänför sig till icke inregistrerade värdepapper.

Härefter uppkommer frågan om man för inregistrering av emissionsbevis bör kräva att utgivaren särskilt ansöker därom. Med hänsyn till det nära sambandet mellan emissionsbeviset och det inregistrerade värdepapper, varå beviset grundas, synes sådan ansökan vara en onödig omgång. Enligt utredningens mening måste det rimligen ligga i utgivarens intresse att också emissionsbeviset inregistreras. Utredningen föreslår därför att utgivet emissionsbevis, som grundas på innehav av redan inregistrerat värdepapper, skall anses såsom inregistrerat. Beträffande förfarandet vid handel och kursnotering av emissionsbevis vid fondbörsen vill utredningen anmärka, att verksamheten ej behöver ske genom upprop utan kan äga rum i mera fria former.

Den särskilda frågan om inregistrering av utländska aktier behandlar utredningen i avsnitt 6.3.

Slutligen vill utredningen i fråga om andelar i aktiefonder anmärka att, eftersom sådana värdepapper ännu inte blivit föremål för närmare rättslig reglering, bör möjlighet inte nu öppnas för deras inregistrering vid fondbörsen. Införs framdeles reglering i nämnda hänseende, och uppstår behov av officiell handel och kursnotering beträffande andelar i aktiefonder, bör givetvis frågan om inregistrering vid fondbörsen av sådana andelar tas upp till ny prövning.

### 6.2.2 Obligationer, förlagsbevis och liknande skuldebrev

Som förut framhållits är i dag introduktionsförfarandet i fråga om obligationer o. d. av formell natur. Några invändningar häremot kan utredningen inte finna.

Möjligen skulle kunna ifrågasättas om inte, liksom utredningen ovan föreslagit beträffande aktier, allmänheten genom prospekttvång eller annorledes borde garanteras möjlighet att själv göra en kvalitetsbedömning av förevarande slags värdepapper i samband med deras börsintroduktion. Det synes dock inte erforderligt att införa en sådan ordning för andra värdepapper än aktier. Som skäl för denna ståndpunkt kan till en början åberopas obligationsmarknadens institutionella karaktär. Vidare kan anföras att som utgivare av ifrågavarande värdepapper står i betydande utsträckning officiella organ och börsföretag. Därjämte kan erinras om att en placering i nämnda värdepapper är mindre riskbetonad än en aktieinvestering.

Utredningen anser alltså att den nuvarande ordningen vid inregistrering av obligationer o. d. i stort sett kan behållas. Följande ändringar vill utredningen dock föreslå.

För närvarande gäller att obligationer m. m. inte får inregistreras, om nominella beloppet av lånet eller den del av lånet som inregistreringen avser understiger fem miljoner kronor (eller motsvarande belopp i utländsk valuta). Med hänsyn till bl. a. penningvärdets utveckling bör beloppet höjas till tio miljoner kronor. Detta krav bör dock gälla endast vid inregistrering för börsnotering. I fråga om inregistrering för fondhandlarnotering bör – i likhet med vad förut sagts om aktier – börsstyrelsen i samråd med vederbörande sammanslutning av fondkommissionärer kunna tillämpa liberalare principer beträffande kapitalbeloppet.

Vidare bör uppmärksammas den reglering av konvertibla skuldebrev och av skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, som införts genom lagen (1973:302) om konvertibla skuldebrev m. m. samt de bestämmelser om vinstandelsbevis som föreslagits av aktiebolagsutredningen (SOU 1971:15 s. 186, jfr prop. 1973:93 s. 82). Reglerna om inregistrering vid fondbörsen bör beakta de finansieringsformer som sådana värdepapper möjliggör. Ansökan om inregistrering av konvertibla skuldebrev bör innehålla uppgift om de villkor som bestämts för utbyte av skuldebreven mot aktier. På motsvarande sätt bör villkoren anges i fråga om skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier i det låntagande bolaget och beträffande vinstandelsbevis. Inregistre-

ring bör få ske av ifrågavarande värdepapper endast om dessa har utgetts av börsbolag.

För inregistrering av i utlandet utfärdade obligationer gäller enligt 22 § börsordningen bl. a. den särskilda regeln, att obligationerna skall avse lån i vars uppläggande svenskt bankaktiebolag har deltagit. Möjlighet bör här öppnas även för exempelvis av sparbanker utbjudna obligationer. En regel i förevarande avseende bör därför utsträckas till att avse lån som offentligen utbjudits inom landet av svensk bank.

Därjämte finner utredningen att emissionsbevis som hänför sig till obligationer o. d. bör kunna anses inregistrerade vid fondbörsen på motsvarande sätt som ovan föreslagits beträffande emissionsbevis grundade på aktier (6.2.1). Möjlighet bör vidare finnas att i särskilt fall med bankinspektionens tillstånd utan föregående ansökan inregistrera obligationer o. d. för fondhandlarnotering. Härom gäller vad i det föregående sagts om aktier.

I avsnitt 6.3 tar utredningen upp frågan om inregistrering av vissa utländska skuldebrev.

### 6.3 *Inregistrering av utländska värdepapper*

Som förut framgått är utredningen oförhindrad att inom ramen för uppdragets allmänna syfte beröra frågor som har samband med den internationella handeln med värdepapper. I direktiven anges dock inte några särskilda frågor inom detta ämnesområde. Utredningen skall i detta avsnitt ta upp frågan om inregistrering vid fondbörsen av vissa utländska värdepapper, främst aktier. För att få en grund till överväganden och eventuella förslag lämnar utredningen närmast en kort översikt över gällande ordning för värdepappershandel med utrikes anknytning.

De grundläggande bestämmelserna finns i *valutalagen* (1939: 350). Denna är utformad som en fullmaktslag, dvs. riksdagen har befullmäktigat Kungl. Maj: t att under vissa förutsättningar meddela i lagen uppräknade valutareglerande förordnanden. I fredstid får enligt 1 § tredje stycket fullmakterna utnyttjas av Kungl. Maj: t – efter framställning av riksbanksfullmäktige och med riksdagens samtycke – när så prövas erforderligt för att uppnå det mål som har fastställts för riksbankens penningpolitiska verksamhet eller eljest med hänsyn till rikets betalningsförhållanden med utlandet.

Med stöd av valutalagen har utfärdats *valutaförordningen* (1959: 264). Enligt denna får vissa transaktioner mellan Sverige och utlandet ej ske utan *riksbankens tillstånd*. Riksbanken har lämnat sådana tillstånd i form av generella dispenser, antingen direkt riktade till allmänheten eller intagna i bemyndiganden för bankerna att verkställa vissa angivna transaktioner.

I valutaförordningens inledande bestämmelser definieras vissa termer som används i förordningen. Av särskilt intresse i detta sammanhang är 1 § andra stycket vari anges förutsättningarna för att en person enligt förordningen skall anses bosatt här i riket, s. k. valutainlänning. Valutainlänning är dels svensk medborgare som har fast bostad i Sverige, dels utlänning, dvs. utländsk medborgare eller statslös person, som de tre senast förflutna kalenderåren innehaft och fortfarande innehar fast bostad i Sverige, dels juridisk person vars styrelse har sitt säte i Sverige, eller om styrelse inte finns, om huvudkontoret är beläget i Sverige, och dels filial för utländskt bolag eller för utländsk ekonomisk förening som med stöd av särskilt tillstånd driver näring i Sverige. Den som enligt vad nu sagts inte skall betraktas som valutainlänning anses som valutautlänning.

För handel med värdepapper gäller bl. a. följande bestämmelser.

Enligt generell dispens gäller att i Sverige eller i svensk fondkommissionärs depå hos bank eller bankir i utlandet förvarade utländska och på utländsk valuta lydande svenska värdepapper får av valutainlänning överlåtas till annan valutainlänning, om inte mellan riksbanken och värdepappersinnehavaren avtalats att överlåtelse inte skall ske utan riksbankens tillstånd, såsom i fråga om aktier förvärvade vid s. k. direktinvestering i

utlandet. Valutainlänning får genom förmedling av valutabank eller annan svensk fondkommissionär omplacera sina i Sverige eller i valutabanks eller annan svensk fondkommissionärs depå i utlandet förvarade, på utländsk valuta lydande värdepapper, genom att vid värdepapperens försäljning i utlandet uppkommen likvid används för köp av "börsnoterade" utländska eller på utländsk valuta lydande svenska värdepapper (switchaffärer). Omplacering får emellertid inte ske av utländska aktier och andra delaktighetsbevis i bolag beträffande vilka avtalats mellan riksbanken och värdepappersinnehavaren att överlåtelse inte skall ske utan riksbankens tillstånd eller vilka representerar ett kontrollerande intresse i ett utländskt bolag eller förvärvats på grund av särskilda förbindelser med bolaget. Förvärv som nu avses får inte ske av aktier eller andelar i investmentbolag eller investmentfonder. Omplaceringen skall verkställas inom sex månader från försäljningen. Utförsel av valuta för förvärv av utländska eller på utländsk valuta lydande svenska värdepapper (portföljinvestering) tillåts ej. För att på grund av aktieinnehav delta i nyemission av utländska aktier kan valutainlänning dock få tillstånd att utföra visst mindre belopp. Valutainlänning får vidare i utlandet försälja utländska eller på utländsk valuta lydande svenska värdepapper, om likviden tas hem genom valutabank.

Valutautlänning får byta "börsnoterade", på svenska kronor lydande svenska värdepapper genom förmedling av valutabank eller annan fondkommissionär mot andra "börsnoterade" dylika värdepapper (switchaffärer), dock ej aktier mot obligationer. En förutsättning är att överlåtaren och förvärvaren av värdepapperen i varje särskilt fall är en och samma person. Vidare måste en av välkänd bank eller bankir undertecknad försäkran (affidavit) avlämnas, varav skall framgå antingen att de från utlandet överlåtna värdepapperen inte vid någon tidpunkt efter den 1 januari 1959 ägts av någon person, som var domicilierad i Sverige eller att värdepapperen med den svenska valutamyndighetens medgivande förvärvats från i Sverige domicilierad person. Därjämte förutsätts bl. a. att en tidsperiod om högst två veckor förflyter mellan den dag då avtal träffas med den utländska kontrahenten rörande förvärv från honom och den dag, då överlåtelsen till honom sker. Till utlandet får överföras likvider för valutautlännings försäljning av teckningsrättsbevis, hänförliga till svenska aktier, ävensom delbevis vid fondemission. Från utlandet får tas emot likvider avseende nyteckning från valutautlännings sida av aktier i svenska aktiebolag med utnyttjande av teckningsrätt som är förenad med av honom innehavda aktier. I fall där valutautlännings innehav av gamla aktier inte motsvarar jämnt antal nya aktier får betalningar verkställas avseende valutautlänningens förvärv av det antal ytterligare teckningsrättsbevis eller delbevis som fordras för nyteckning av en aktie.

Därjämte kan nämnas att likvider för kontraktsenligt uppsagda eller utlottade svenska eller på svenska kronor lydande utländska obligationer och förlagsbevis, får genom valutabank överföras till utlandet, samt att riksbanken, under förutsättning att villkoren i affidavit (se ovan) är uppfyllda, i regel på ansökan medger återköp från valutautlänningen av på svenska kronor lydande svenska värdepapper. Enligt nuvarande praxis medges dylika återköp med viss inskränkning om innehavaren är svensk emigrant.

De bestämmelser som har berörts hittills hör till den interna svenska rätten och är således förpliktande för myndigheter och enskilda rättssubjekt under svensk jurisdiktion. Av betydelse för den nationella rätten är de *internationella åtaganden* som Sverige har gjort eller kan komma att göra i fråga om betalningar till och från utlandet, bl. a. inom ramen för Internationella valutafonden och OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development). Inom dessa organisationer har man under tiden efter andra världskriget strävat efter att avveckla betalningsrestriktioner mellan länderna. Dessa strävanden har resulterat främst i en liberalisering av löpande betalningar. Däremot har

motsvarande resultat inte uppnåtts i fråga om kapitalbetalningar. Visserligen antog OECD år 1959 en stadga för frigörelse av kapitalrörelser som sedermera utvidgats, i särskilt hög grad år 1964 då den kom att omfatta de viktigaste slagen av kapitalrörelser (se G. Åkermalm, Friare kapitalrörelser inom OECD, Ekonomisk revy 1964, s. 622). Emellertid har flertalet stater, bland dem Sverige, anmält reservationer på olika punkter. I anslutning till beslutet om utvidgning av stadgan år 1964 reserverade sig Sverige sålunda i vissa avseenden beträffande valutainlänningars och valutautlänningars handel med värdepapper. Vidare reserverade sig Sverige i fråga om emissioner genom placering eller offentlig försäljning av inhemska värdepapper på utländsk kapitalmarknad och emissioner genom placering eller offentlig försäljning av utländska värdepapper på den inhemska kapitalmarknaden. Det kan tilläggas att Sverige år 1969 anmälde att liberaliseringen i fråga om återköp av svenska värdepapper från utlandet temporärt upphävts. Dessa och vissa andra reservationer sammanhänger bl. a. med den svenska valutaregleringen. Av intresse i detta sammanhang är också att Sverige reserverade sig beträffande stadgans bestämmelser om introduktion av utländska värdepapper på erkänd inhemsk börs. Denna reservation står i samband med börsordningens förutnämnda regler om utländska värdepapper (se 6.1). För liberalisering förutsätts enligt OECD: s kapitalstadga att värdepapperen har upptagits till notering på börs i emissionslandet. Vederbörande myndigheter skall inte för fondbörsen tillämpa restriktioner som diskriminerar mot utländska värdepapper.

Under åren 1971 och 1972 har viss liberalisering av de svenska valutarestriktionerna ägt rum i fråga om återköp av utlandsägda svenska värdepapper (se Ekonomisk revy 1972, s. 92). Återköp medges nu ehuru med viss inskränkning om innehavaren är svensk emigrant.

Även för EG (Europeiska Gemenskapen) är målet fria kapitalrörelser. Artikel 67 i Romfördraget föreskriver att medlemsstaterna, under övergångstiden och i den utsträckning det är nödvändigt för den gemensamma marknadens funktion, skall stegvis undanröja såväl restriktioner avseende rörligheten för kapital som diskriminerande behandling gentemot övriga medlemsstater. Denna liberalisering skall enligt fördraget förverkligas genom direktiv som EG-rådet utfärdar med kvalificerad majoritet. I direktiv utfärdade år 1960 och 1962 indelas kapitalrörelserna i fyra kategorier. Av särskilt intresse i detta sammanhang är de kategorier som har upptagits under lista B och lista C. Den förra listan omfattar handel med börsintroducerade värdepapper över gränserna. Dessa transaktioner skall enligt direktivet ovillkorligen friges, därvid officiella valutakurser inte nödvändigtvis behöver tillämpas. Lista C omfattar bl. a. emissioner av värdepapper och längre finansiella krediter. Medlemsstaterna kan efter samråd med EG-kommissionen bibehålla eller återinföra restriktioner som var i kraft vid direktivets utfärdande avseende dessa transaktioner, under förutsättning att en liberalisering skulle försvåra genomförandet av medlemslandets ekonomiska politik. Enligt ett förslag som kommissionen framlagt år 1967 skall skyldighet föreligga att gentemot medlemsländer undanröja alla diskriminerande bestämmelser utanför valutalagstiftningen avseende såväl emission och placering på kapitalmarknaden av utländska värdepapper som introduktion på börsen. Förpliktelserna avser likaledes eliminering av alla diskriminerande bestämmelser i placeringsregler (se Sverige och EEC, Romfördraget ur svensk synvinkel, Handelsdepartementet 1968, s. 100 f).

I den s. k. Werner-rapporten år 1970 framhålls att liberaliseringen av kapitalrörelserna inom den gemensamma marknaden inte riktigt har nått fram till de i Romfördraget fastställda målen. I ett antal länder kvarstår valutarestriktioner för viktiga transaktioner. Dessutom hindras den fria kapitalrörelsen inom gemenskapen av nationell lagstiftning och praxis. Enligt rapporten synes det vara nödvändigt att snabbt vidta åtgärder i två riktningar: dels ett undanröjande av

hindren för fria kapitalrörelser och i synnerhet av de återstående valutarestriktionerna, dels ett samordnande av ländernas politik på kapitalmarknaderna. Härvid föreslås bl. a. att börsintroduktionen av värdepapper härrörande från andra medlemsländer skall frigöras från all diskriminering. Dessutom bör man utarbeta regler för institutionella investerare så att dessa kan verkställa placeringar inom hela gemenskapen (se EEC-information, Davignonrapporten, Werner-rapporten, Handelsdepartementet 1970, s. 27).

Utredningen vill härefter särskilt framhålla att förverkligandet av de mål rörande fria kapitalrörelser o. d. som enligt vad ovan anförts satts upp inom OECD och EG är ett arbete på lång sikt. Tendenser som står i motsättning till de deklarerade målen har i betydande grad visat sig i de enskilda medlemsländerna. Därjämte vill utredningen understryka – vad speciellt angår börsförhållanden – att inom OECD, EG och Internationella börsfederationen (se Algott, a. a. s. 135) pågår arbete i syfte att harmonisera olika länders börsregler.

Vad angår *inregistrering av utländska aktier på fondbörsen* skall följande anföras. Möjligheten att inregistrera i utlandet utfärdade aktier i dotterbolag till svenskt aktiebolag, vars aktier inregistrerats vid fondbörsen, infördes genom börsordningen (1960: 15). Denna ändring i förhållande till tidigare ordning föregicks av skrivelse den 30 juni 1959 från börsstyrelsen till Kungl. Maj: t med förslag till ny börsordning. I skrivelsen erinrades om att det sedan år 1931 funnits möjlighet att inregistrera utländska obligationer vid fondbörsen medan sådan möjlighet helt saknats i fråga om utländska aktier. Enligt börsstyrelsens uppfattning borde tiden vara inne att öppna den officiella svenska värdepappersmarknaden även för sådana aktier. Därvid hänvisades till den fortskridande europeiska integrationen och liberaliseringen av valutarörelserna. Det var två typer av utländska aktier som börsstyrelsen avsåg. Den ena typen var sådana aktier i dotterbolag till svenskt aktiebolag som ovan nämnts. Den andra typen var aktier i stora, internationellt välkända företag. Enligt börsstyrelsens förslag till ny börsordning skulle sålunda vid Stockholms fondbörs kunna inregistreras dels i utlandet utfärdade aktier i dotterbolag till sådant svenskt aktiebolag, vars aktier inregistrerats vid fondbörsen, dels sådana i utlandet utfärdade aktier i bolag som är föremål för handel och notering vid utländsk större fondbörs. Vidare förordade börsstyrelsen möjlighet att vid fondbörsen inregistrera utländska partial- och förlagsbevis.

Kungl. Maj: t godtog förslaget endast i fråga om i utlandet utfärdade aktier i dotterbolag till börsintroducerat svenskt aktiebolag. Genom remiss den 7 juli 1959 hade Kungl. Maj: t berett fullmäktige i riksbanken tillfälle att efter hörande av valutastyrelsen yttra sig över förslaget.

Fullmäktige i riksbanken anslöt sig till valutastyrelsens yttrande den 13 oktober 1959 i ärendet. I detta yttrande framhölls att om en introduktionsmöjlighet för aktier i utländska bolag, som inte är svenska dotterbolag, och för utländska partial- och förlagsbevis, skulle få någon praktisk betydelse, torde det vara nödvändigt att material för den ifrågasatta börshandeln kunde förvärvas från utlandet. Frågan om utförsel av kapital till utlandet i avkastnings- och värdesäkringssyfte hade emellertid synnerligen stor räckvidd och betydelse. Att medge obegränsad frihet i detta avseende skulle enligt valutastyrelsen i praktiken innebära nära nog detsamma som ett fullständigt upphävande av valutaregleringen. Så länge statsmakterna ansåg att valutaövervakning borde behållas, kunde det därför inte gärna komma i fråga att lämna värdepappershandeln fullständigt fri. Det kunde kanske invändas – yttrade valutastyrelsen – att detta dock inte uteslöt möjligheten av att tillåta värdepappersköp från utlandet i kontrollerad och begränsad omfattning. En börshandel med ett sålunda "ransonerat" material skulle emellertid medföra vissa olägenheter. Den skulle nämligen lätt ge upphov till en konstlad kursbildning, vilket ej var utan betydelse från valutasynpunkt. Börskurserna skulle felaktigt kunna

uppfattas som återspeglingar av värderelationer mellan den svenska kronan och främmande valutor. Av samma skäl skulle det enligt valutastyrelsen vara olämpligt att grunda en börshandel med rent utländska papper enbart på det material av sådant slag som redan fanns i svensk ägo. Valutastyrelsen yttrade slutligen att, om valutaregleringen skulle avskaffas eller fria kapitalrörelser införas gentemot vissa länder, inga svårigheter torde föreligga att snabbt anpassa börsordningen efter det sålunda ändrade läget.

En minoritet av fullmäktige i riksbanken hade en annan mening än majoriteten i fråga om inregistrering av aktier i utländska bolag, som inte är svenska dotterbolag, och av utländska partial- och förlagsbevis. Minoriteten anslöt sig till en reservation som hade avgetts av en av ledamöterna i valutastyrelsen. Reservanten i valutastyrelsen delade såtillvida majoritetens uppfattning, att han fann frågan om utförsel av svenskt kapital för inköp av sådana värdepapper ha alltför stor räckvidd och betydelse för att lämpligen kunna lösas i berörda sammanhang. Emellertid skulle enligt reservanten en börshandel med värdepapper av denna art likväl kunna tänkas bli aktuell i den mån det redan fanns ett material i svensk ägo eller sådant kunde förvärvas genom byte mot andra utländska värdepapper. Huruvida det vid en sådan börshandel skulle uppkomma en mera konstlad kursbildning än som redan kunde vara för handen vid underhandsöverlåtelser, var enligt reservanten svårt att bedöma. Även om så skulle bli fallet, torde risken för återverkningar i form av undervärdering av den svenska kronan i förhållande till andra valutor vara tämligen obetydlig. I praktiken skulle det nämligen enligt reservanten vid dåvarande tidpunkt inte kunna bli tal om börsregistrering av mer än något eller några enstaka bolag. På grund av vad sålunda anförts ansåg reservanten övervägande skäl tala för att även på denna punkt följa börsstyrelsens förslag.

Beträffande frågan om införande av möjlighet att vid fondbörsen inregistrera aktier i utländska bolag, som inte är svenska dotterbolag, vill utredningen anföra följande.

I kap. 3 har utredningen fastslagit att Stockholms fondbörs bör ha ensamrätten att i vårt land anordna sådan handel och notering av värdepapper som enligt given definition innebär fondbörsverksamhet. Avsikten är att dylik verksamhet skall ske i vissa författningsmässigt reglerade former, varigenom den aktieägande allmänheten och andra för vilka värdepappersmarknaden har betydelse kan få ett tillfredsställande rättsskydd.

Börsmässig handel med värdepapper och notering av kurs kan alltså enligt förslaget äga rum bara inom ramen för den verksamhet som bedrivs vid Stockholms fondbörs. I den mån behov av sådan handel och notering föreligger beträffande ett värdepapper, kommer det med andra ord att finnas endast ett forum där värdepapperet kan handlas och noteras i lagstadgade former. Det får därför i princip anses önskvärt att alla värdepapper, såväl svenska som utländska, om de uppfyller bestämda krav i fråga om marknad, ekonomisk kvalitet m. m., ges möjlighet till inregistrering vid fondbörsen.

Det nu anförda talar således för att genomföra den ändringen i förhållande till gällande rätt, att även aktier i utländska bolag, som inte är svenska dotterbolag, får handlas och noteras vid fondbörsen. En sådan utvidgning av möjligheterna till inregistrering av utländska aktier skulle också stå i samklang med de internationella strävanden att avskaffa diskriminerande inslag i de grundläggande reglerna för börsverksamheten. Vad nu anförts om aktier äger motsvarande tillämpning i fråga om utländska partial- och förlagsbevis.

Frågan vilken praktisk betydelse en ändring av angivet slag kommer att få är naturligtvis beroende av den valutareglering som statsmakterna kan finna lämplig. Det bör framhållas att även under nuvarande förhållanden förekommer, såvitt avser personer som är underkastade valutaregleringen, i viss utsträckning omsättning av utländska aktier. Enligt valutaregleringen tillåts bl. a. omplaceringar av utländska aktier och överlåtelse av sådana aktier mellan valutainlän-

ningar. På fondhandlareföreningens lista noteras – utan att vederbörande bolag särskilt ansökt därom – för närvarande ett tjugotal olika utländska aktier. Dessutom har efter ansökan andelar i två utländska värdepappersfonder upptagits på fondhandlarlistan. Handeln där är dock mycket begränsad, någotsånär regelbundna avslut sker endast i ett fåtal av aktierna. I stället sker den övervägande delen av valutainlänningars handel i utländska aktier på utländsk börs genom svensk fondkommissionärs förmedling. Härigenom erbjuds större möjlighet att välja mellan olika bolags aktier. Eftersom tillgången på utländska värdepapper till följd av valutaregleringen är knapp, och efterfrågan är relativt stor, har för valutainlänningar en överkurs – s. k. switchpremie – uppkommit på sådana papper i förhållande till deras kurs i utlandet. I början på 1960-talet uppgick denna överkurs till cirka 2 % men har under senare år legat mellan 15 och 20 %.

Det kan inte uteslutas, att även med en valutareglering av nuvarande slag aktierna i ett begränsat antal utländska bolag uppfyller de krav i fråga om marknad i vårt land m. m. som enligt förslaget kommer att gälla för fondhandlarnotering och vid en tänkbar lättnad i valutaregleringen kan givetvis behovet av inregistrering av utländska aktier växa.

Häremot står de skäl som motiverat att i gällande börsordning introduktion av utländska aktier ej medges, och som i huvudsak bygger på att förekommande s. k. switchpremier skulle kunna uppfattas som återspeglingar av värderelationer mellan den svenska kronan och främmande valutor.

Mot bakgrund bl. a. av de erfarenheter som sedan 1960-talet vunnits av de hittillsvarande, delvis börsmässiga formerna för handel med utländska aktiepapper, vill utredningen icke tillmäta dessa risker sådan vikt, att de skulle hindra den lösning som ligger i linje med dess allmänna syn på börshandelns organisation.

Utredningen föreslår alltså att utländska värdepapper i princip jämställs med svenska i fråga om rätten till inregistrering vid fondbörsen.

Såsom utredningen anfört i 6.2 får enligt förslaget inregistrering för fondhandlarnotering i vissa fall med bankinspektionens samtycke ske utan ansökan av det bolag, vars aktier inregistreringen avser, eller beträffande obligationer o. d., utan ansökan av den som har utgett dessa värdepapper. Denna bestämmelse är avsedd närmast för utländska aktier. Man lär nämligen få räkna med att åtminstone en del utländska bolag, i vars aktier det befinns föreligga behov av börsmässig handel och notering i vårt land, inte har något större intresse att ta initiativ till inregistrering vid Stockholms fondbörs. I en sådan undantagssituation skall enligt förslaget inregistrering för fondhandlarnotering kunna ske ex officio, i praktiken måhända efter framställning av t. ex. någon fondkommissionär. Men även för sådan inregistrering skall i övrigt i princip fastställda inregistreringskrav vara uppfyllda. I sakens natur ligger att man i dylikt fall ej kan använda sig av inregistreringskontrakt. Eftersom det knappast kan komma i fråga att inregistrera andra utländska aktier än sådana som är upptagna på större utländsk börs, torde man emellertid kunna utgå från att där gällande plikt att upplysa om ekonomisk ställning o. d. också kommer den svenska aktiemarknaden till godo.

### 6.4 *Inregistreringskontrakt*

I avsnitt 6.2.1 har utredningen föreslagit att ett bolag, som ansöker om inregistrering vid fondbörsen av sina aktier, skall åta sig att i omedelbar anslutning till introduktionen tillhandahålla allmänheten ett introduktionsprospekt med uppgifter om bolagets ekonomiska och andra förhållanden. Åtagandet föreslås ske i ett s. k. inregistreringskontrakt, dvs. ett avtal mellan bolaget och det inregistrerande organet. Det senare kan vara börsstyrelsen eller sammanslutning av fondkommissionärer. I 6.2.1 antyds vidare att enligt utredningens mening ansökande bolag i inregistreringskontraktet också bör åta sig att, så länge dess aktier är inregistrerade, uppfyl-

la särskilda krav rörande informationsgivning till allmänheten. Utredningen har funnit det lämpligt att i förevarande kapitel, som handlar om inregistrering, lämna en allmän översikt över frågor som bör bli föremål för reglering i inregistreringskontrakt.

Dessa frågor kan indelas i två huvudgrupper. Den ena gruppen hänför sig till åtagande från börsbolagens sida att följa vissa normer beträffande redovisning och att ge allmänheten information om bolagens ekonomiska och andra förhållanden. Den andra gruppen rör börsbolagens åtagande att medverka till att börsstyrelsen och, i förekommande fall, sammanslutning av fondkommissionärer, kan fullgöra sina uppgifter enligt den föreslagna börslagstiftningen.

Vad angår den förstnämnda gruppen av frågor, som bör tas upp i inregistreringskontrakt, kan till en början sägas, att beträffande årsredovisning, delårsrapport och emissionsprospekt, bör bolagen åta sig att i princip hålla den standard i fråga om informationsinnehåll, offentliggörande m. m. som utredningen har föreslagit i SOU 1971: 9. Därvid bör det föreslagna normsystemet i sin helhet följas, således både vad som föreslagits skola bli föremål för lagstiftning och vad som hänförts till "rekommendationsnivån" (se nämnda betänkande). Vidare bör bolag i inregistreringskontrakt förplikta sig att på sätt i 6.2.1 sagts tillhandahålla introduktionsprospekt och att, såsom närmare utvecklas i kap. 7, ge allmänheten information om sådant beslut eller annan händelse i fråga om vederbörande bolag som är av väsentlig vikt för bedömningen av bolagets ekonomiska situation. I sistnämnda hänseende bör åtagandet omfatta också de speciella krav på bl. a. informationsgivning i fusionssituationer som utredningen behandlar i 7.3.

Den andra huvudgruppen av frågor, som bör regleras i inregistreringskontrakt, tar såsom nämnts sikte på att möjliggöra för börsstyrelsen – och eventuellt sammanslutning av fondkommissionärer – att fullgöra sina uppgifter med avseende på börsverksamheten. Främst åsyftas därvid börsstyrelsens uppgift att följa kursbildningen vid fondbörsen och tillse att handeln där sker i laggill ordning och eljest enligt god affärssed. I samband härmed kan även nämnas de i kap. 8 berörda uppgifterna i fråga om avregistrering av värdepapper samt om beslut att temporärt avbryta börshandel och notering beträffande visst värdepapper. För att kunna fullgöra framför allt dessa uppgifter kan det bli nödvändigt för börsstyrelsen att inhämta upplysningar i olika hänseenden från börsbolagen. Därför bör bolagen i inregistreringskontrakt åta sig att lämna börsstyrelsen sålunda erforderliga upplysningar. I första hand bör naturligtvis härvid gälla att bolagen förpliktar sig att självmant tillsända börsstyrelsen årsredovisning, delårsrapport, prospekt, revisionsberättelse och andra liknande handlingar. Därjämte bör bolagen åta sig att särskilt underrätta börsstyrelsen om sådana viktiga beslut och händelser varom ovan talats. Vidare torde det vara lämpligt att bolagen åtar sig att självmant meddela börsstyrelsen om tidpunkt för sammanträde med bolagsstyrelsen då beslut avses bli fattat angående förhållande av stor vikt för värderingen av bolagets aktier. Härigenom kan börsstyrelsen t. ex. ges tillfälle att överväga ett tillfälligt avbrott i börshandeln för att hindra missbruk av förtrolig företagsinformation. Förutom nu nämnda åtaganden, som avsett sådana fall då bolagen utan särskild uppmaning från börsstyrelsen lämnar denna vissa underrättelser, bör bolagen därutöver i inregistreringskontrakt förplikta sig att på börsstyrelsens begäran i det enskilda fallet lämna denna de upplysningar som den anser sig behöva för att fullgöra sina uppgifter.

Ett inregistreringskontrakt är, såsom ovan påpekats, en form av avtal som ingås mellan det introduktionssökande bolaget och börsstyrelsen (eller eventuellt sammanslutning av fondkommissionärer). Emellertid är det ett intresse att samma villkor i princip gäller för alla börsbolag, åtminstone för alla bolag inom samma verksamhetsgren, så att t. ex. samma regler gäller för industriföretag inom viss bransch, samma för investmentbolag, samma för bankbolag osv. Detta kan enligt utredningens mening åstadkommas på följan-

de sätt. Genom förhandlingar mellan å ena sidan börsstyrelsen, å andra sidan ett intresseorgan för de inregistrerade bolagen, bör man kunna skapa "typkontrakt" eller "standardkontrakt" för respektive verksamhetsgrenar. Något sådant intresseorgan finns för närvarande inte, men några större svårigheter att få till stånd en förhandlingspartner till börsstyrelsen för nu avsett ändamål torde inte föreligga. Med utgångspunkt i sådana typkontrakt kan förhandlingarna med det introduktionssökande företaget sedan ske. Det blir då närmast börsstyrelsens sak att ta ställning till eventuella undantag från typkontraktet. Vidare bör det enskilda företaget kunna åta sig att *antingen* betrakta inregistreringskontraktet som uppsagt för förhandling om nya villkor, i det fall typkontraktets innehåll efter inregistreringen ändrats genom förhandlingar mellan börsstyrelsen och förut nämnda intresseorgan, *eller* anmäla hos börsstyrelsen behov av dispens om bolaget inte ämnar automatiskt följa de sålunda överenskomna nyheterna. Vad angår frågan om inregistreringskontrakt för företag, som redan nu är börsintroducerade, hänvisas till kap. 14.

För att inte de åtaganden i skilda hänseenden, som görs i inregistreringskontrakt, skall tendera att bli tomma utfästelser, bör kontrakten – enär avregistrering ej alltid är lämplig sanktion – innehålla en särskild förpliktelse för bolagen att i händelse av underlåtenhet att fullgöra åtagandena utge vite till fondbörsen.

Syftet med den översikt över innehållet i inregistreringskontrakt, som utredningen nu lämnat, har varit att ange några väsentliga punkter i sådana avtal. Det får, i enlighet med de principer på vilka utredningens förslag bygger, ankomma på börsstyrelsen – och eventuellt sammanslutning av fondkommissionärer som erhållit sådant uppdrag som sägs i 3 kap. – att utforma detaljerna och att föra fram andra frågor för reglering i inregistreringskontrakt. En sådan fråga kan t. ex. vara krav på att börsbolag tillämpar lagen om förenklad aktiehantering (jfr vad utredningen i 1.2 – slutet – uttalat om tillämpningen av nämnda lag).

# 7 Vissa frågor om information till allmänheten om börsintroducerade och andra större företag

## 7.1 *Utredningens tidigare förslag*

I inledningen till detta betänkande har utredningen översiktligt redogjort för sina tidigare framlagda förslag, vilka berör väsentliga delar av problemet om information till allmänheten om börsintroducerade och andra större företag. Vad gäller information om företags ekonomiska förhållanden har utredningens sålunda redan avgivna förslag avsett bl. a. särskilda regler om årsredovisningar och delårsrapporter, dvs. information av periodisk karaktär. Utredningen anser det ej erforderligt att här upprepa innehållet i dessa förslag. I det närmast följande skall utredningen inrikta sig på information av icke-periodisk karaktär. Denna fråga har utredningen endast delvis berört tidigare. Såväl frågan om periodisk som frågan om icke-periodisk information utgör del av det större problemet om att tillgodose allmänhetens kapitalskyddsintresse vid värdepappershandel och då någon vänder sig till marknaden med inbjudan att teckna aktier e. d.

## 7.2 *Viktiga händelser i allmänhet*

Ifrågavarande information av icke-periodisk karaktär bör ta sikte på sådana för ett företag betydelsefulla enstaka händelser som inträffar under verksamhetens gång. Det kan här röra sig om händelser av det mest skiftande slag och någon uttömmande uppräkning är av naturliga skäl inte möjlig. Exempel på händelser som avses kan hämtas ur verkliga livet: avtal om samgående med annat företag, beslut om nedläggning av en rörelsegren, fynd av råvarukälla, avslöjande av storförskingring etc.

I gällande rätt finns knappast några regler i förevarande hänseenden. Nämnas må dock 127 § aktiebolagslagen vari styrelse och verkställande direktör åläggs att på bolagsstämma, där årsredovisning framläggs, lämna till buds stående upplysningar om förhållanden som kan inverka på bedömandet av bl. a. värdet av bolagets tillgångar och dess ställning i övrigt. En begränsning är att upplysningarna skall kunna lämnas utan förfång för bolaget. I aktiebolagsutredningens förslag (SOU 1971: 15 s. 236) har en liknande regel tagits upp. Vidare må erinras om bestämmelsen i 26 § sista punkten börsordningen. Enligt detta författningsrum skall börsföretag på begäran av börsstyrelsen lämna de upplysningar som behövs för värdepapperets notering vid börsen. Dessa upplysningar är dock avsedda för enbart börsstyrelsen.

Därjämte kan nämnas att Näringslivets börskommitté (NBK), tillsatt år 1966 av Stockholms handelskammare och Sveriges industriförbund, i Utlåtande med vissa rekommendationer för de börsregistrerade företagens informationsgivning (Stockholm 1969) yttrat sig om händelser, som inträffar under ett pågående verksamhetsår och är av beskaffenhet att väsentligt påverka den bild av företagets situation som lämnats i föregående årsredovisning eller delårsrapport. NBK säger härom att särskilt meddelande om

sådan händelse bör lämnas – normalt genom pressen – och att företaget om möjligt bör ange hur verksamheten i stora drag bedöms komma att påverkas av händelsen i fråga (a.a. s. 34 f).

Enligt utredningen bör undersökas i vad mån man kan skapa ett instrument varigenom uppgift om händelser av ovan exemplifierat slag snabbt och säkert kan få allmän spridning.

Det slags frågor beträffande vilka upplysningar bör göras tillgängliga för allmänheten är sådana som är av väsentlig betydelse för att bedöma ett företags ekonomiska situation. Nyheter härom kan antas ha en kurspåverkande effekt.

Härefter uppkommer spörsmålet om omfattningen av de upplysningar som enligt vad nyss sagts bör lämnas. I detta avseende bör den principen gälla att upplysningarna bör vara så pass fylliga att de – tillsammans med redan tidigare offentliggjorda uppgifter om företaget – i möjligaste mån ger förutsättningar för allmänheten att bedöma den inträffade händelsens vikt för företagets ekonomiska ställning. Vidare bör, som NBK förordat, vederbörande företagsstyrelse om möjligt ange hur verksamheten i stora drag kan komma att påverkas av det som inträffat. Med hänsyn till mångfalden av tänkbara nyheter av förevarande art är det ogörligt att för varje fall närmare precisera det önskade innehållet i upplysningarna. Dock ämnar utredningen i avsnitt 7.3 ge särskilda riktlinjer i bl. a. nämnda hänseenden beträffande vissa fall, nämligen sådana som rör beslut om samgående mellan företag. Dessa fall har av utredningen – i synnerhet på grund av erfarenheter från utlandet – ansetts såsom speciellt betydelsefulla för aktiemarknadens möjligheter att fungera tillfredsställande.

Från den i föregående stycke angivna principen om upplysningarnas innehåll bör ibland undantag kunna medges. Utredningen vill här anknyta till 127 § aktiebolagslagen. Den där föreskrivna upplysningsplikten är som ovan framgått begränsad när upplysningar kan vara till förfång för bolaget. En liknande begränsning torde böra finnas beträffande även den informationsgivning som nu diskuteras. Det kan knappast anses önskvärt att ett företag i alla lägen skall vara skyldigt att offentliggöra ett för aktiemarknaden väsentligt sakförhållande, t. ex. ett sådant som kan utnyttjas av en utländsk konkurrent vilken inte har motsvarande skyldighet. Till frågan hur en dylik begränsning i upplysningsplikten formellt bör konstrueras återkommer utredningen nedan.

Hittills har utredningen redogjort dels för vilka slags frågor som bör hänföras till förevarande upplysningsplikt, dels för upplysningarnas omfattning. Härnäst behandlas frågan när och hur dessa upplysningar bör lämnas, dvs. företagens tillvägagångssätt i samband med viktiga nyhetsmeddelanden. Hithörande problem har utredningen fört på tal i bilaga 2 till betänkandet Förtrolig företagsinformation och börshandel (SOU 1970: 38). Vad därvid anfördes är tillämpligt också i förevarande sammanhang.

Utredningen framhöll sålunda i nämnda bilaga att det uppenbart är många intressen som är berörda av upplysningar av förevarande art. Vidare anförde utredningen att det vill synas som om modern svensk företagsledning framför allt strävar efter att ge de anställda, och sålunda de närmast berörda, snabbast möjliga information. En sådan ambition kan självfallet inte från allmän synpunkt kritiseras men det måste observeras – yttrade utredningen – att i den mån man inte samtidigt informerar aktiemarknaden risk givetvis uppstår för att informationen kan komma att otillbörligt utnyttjas. Informationen bör helst också, menade utredningen, lämnas i omedelbar anslutning till den händelse varom är fråga. I nämnda bilaga anförde utredningen vidare att informationen, för att snabbast nå aktiemarknaden och dess funktionärer, bör lämnas direkt till ledningen för fondbörsen, till TT samt till rikstidningarna.

Vad angår frågan vilka företag som bör omfattas av den diskuterade upplysningsplikten vill utredningen anlägga följande synpunkter.

Till en början kan anmärkas att man

möjligen skulle kunna se skyldigheten att offentliggöra viktiga nyheter som en utvidgning av den i 127 § aktiebolagslagen föreskrivna upplysningsplikten och att skyldigheten därför borde inskrivas i den lagen. Det är dock helt klart att en upplysningsplikt av förevarande slag har en funktion att fylla beträffande bara s. k. aktiemarknadsbolag. På grund härav skulle man kunna tänka sig särregler för sådana bolag antingen i aktiebolagslagen eller i en separat lag.

Vid övervägande av förevarande fråga måste man enligt utredningen betona att den avsedda upplysningsplikten är långtgående samt att det är svårt att kartlägga och förutse dess betydelse utanför aktiemarknadens område. Med hänsyn härtill finner utredningen att man åtminstone till en början bör begränsa upplysningsplikten till de företag som står i centrum för aktiehandeln. Därför bör upplysningsplikten avse endast företag vars aktier är inregistrerade vid fondbörsen.

Väljer man en sådan avgränsning synes frågan om efterkommande av upplysningsplikten kunna lösas på det sättet att ett företag i anslutning till börsintroduktionen åtar sig – eventuellt vid äventyr av ett civilrättsligt vite – att fullgöra ifrågavarande plikt. Sådant åtagande kan lämpligen tas upp i inregistreringskontraktet (se 6.4). Redan börsintroducerade bolag bör på motsvarande sätt förplikta sig att lämna upplysningar om viktiga nyheter. Vad nu anförts åsyftar såväl inregistrering för börsnotering som inregistrering för fondhandlarnotering.

Med stöd av det anförda föreslår utredningen att företag i inregistreringskontraktet åtar sig att snarast och på lämpligt sätt självmant offentliggöra beslut eller annan händelse rörande företaget som är av väsentlig vikt för bedömningen av företagets ekonomiska situation. De upplysningar som lämnas skall vara så omfattande att man av dessa och övriga tillgängliga uppgifter angående företaget i möjligaste mån kan bedöma händelsens betydelse för företagets ekonomi. Företaget skall i anslutning till meddelandet kortfattat ange sin uppfattning om nämnda betydelse. En begränsning i upplysningsplikten skall gälla såtillvida att uppgifter som kan vara till förfång för företaget inte behöver ges allmän spridning. Frågan huruvida en uppgift har sådan karaktär skall företaget i tveksamma fall avgöra i samråd med börsstyrelsen eller, i förekommande fall, den sammanslutning av fondkommissionärer som fått i uppdrag att besluta om inregistrering av värdepapper och att ombesörja notering av kurs.

### 7.3 *Närmare om information m. m. i samband med samgående mellan företag eller eljest vid förvärv av företag*

I närmast föregående avsnitt har utredningen behandlat frågan om den information till aktiemarknaden som bör lämnas angående viktiga nyheter i allmänhet rörande ett företag. Såsom förutskickats skall utredningen i detta avsnitt närmare granska vissa frågor om informationsgivningen i särskilda fall, nämligen vid beslut om olika former av samgående mellan företag. Beträffande sådana beslut skall därjämte – i den mån de avser offentliga erbjudanden om aktieförvärv – beröras principen om lika behandling av aktieägare i fråga om ersättning för överlåtna aktier.

"Fusion" i företagsekonomisk bemärkelse, dvs. sammanslagning av företag eller eljest samgående mellan företag, kan aktualiseras i olika former. De i detta sammanhang viktigaste sätten torde vara följande.

Först kan nämnas de fall då någon för att få kontroll över ett eller flera bolag erbjuder aktieägarna i dessa bolag att överlåta sina aktier till anbudsgivaren. Här är det alltså fråga om att träffa avtal med enskilda aktieägare och inte med styrelserna för de bolag till vars aktieägare erbjudandet riktas. Ett särskilt fall av sådan samgåendesituation är när erbjudande görs av en redan existerande juridisk person med rörelse eller av en fysisk person till aktieägarna i ett visst bolag att överta aktierna i detta. Vidare vill utredningen peka på den situation som föreligger när ett erbjudande om aktieövertagande görs till ägarna i flera bolag av en för ändamålet

nybildad juridisk person eller en existerande juridisk person utan någon rörelse.

Härefter redovisar utredningen vissa fall som skiljer sig från de förut nämnda bl. a. därigenom att de avser förvärv av rörelse – eller del därav – och att det är fråga om slutande av avtal direkt med det eller de bolag som berörs, dvs. inte med de enskilda aktieägarna. Utredningen åsyftar härvid till en början det fall då samgående äger rum genom att en existerande juridisk person eller en fysisk person förvärvar hela rörelsen eller en huvuddel av rörelsen från ett visst aktiebolag. Därjämte kan anföras det fall när erbjudande, som görs till flera aktiebolag, går ut på att deras rörelser eller en huvuddel därav skall övertas av en för ändamålet nybildad juridisk person eller en existerande juridisk person utan någon rörelse.

En speciell form för samgående mellan tidigare från varandra fristående företag utgör fusion enligt 175 § lagen (1944: 705) om aktiebolag, som har sin motsvarighet i 134 § i aktiebolagsutredningens förslag till aktiebolagslag m. m. (SOU 1971: 15). I detta förslag – 135 § – har därjämte efter utländsk förebild förordats införande av en ny form av rättslig fusion, varigenom två eller flera bolag kan fusionera genom att gemensamt uppgå i ett nytt för ändamålet bildat bolag.

Utredningen skall avsluta redogörelsen för olika samgåendeformer med några anmärkningar om sammansmältning av moder- och dotterbolag. När samgående mellan företag skett genom att ett företag har förvärvat aktierna i ett annat uppkommer i första hand en koncernbildning. Det förvärvade företaget kan även i framtiden komma att bestå som ett dotterbolag. Det kan emellertid också helt sammanslås med moderbolaget antingen genom att det likvideras eller, om det är helägt, genom fusion enligt 174 § aktiebolagslagen.

Likviden för sådana förvärv som ovan redovisats kan tänkas ske på olika sätt. Ett sätt är att likviden utgörs av nyemitterade aktier eller andelar i övertagande företag (apportemission). Vidare kan likviden bestå av redan existerande aktier i det övertagande företaget eller aktier i ett tredje företag. Andra möjligheter är att likviden utgörs av skuldebrev utställda av övertagaren eller av andra värdepapper eller av annan egendom som inte är pengar. Likviden kan även tänkas utgå i kontanter. Slutligen bör påpekas att de angivna likvidformerna kan förekomma samtidigt i kombination.

Utredningen skall i fortsättningen behandla allmänhetens informationsbehov med utgångspunkt från ovannämnda slag av samgåendesituationer. Därvid börjar utredningen med erbjudanden om aktieförvärv och övergår därefter till rörelseförvärv och associationsrättslig fusion. För dessa olika fall kommer informationsbehovet att undersökas särskilt mot bakgrund av hur likvid sker för det förvärv varom är fråga.

### 7.3.1 Offentliga erbjudanden om aktieförvärv

Den situation som avses i rubriken är när någon vänder sig till den aktieägande allmänheten och erbjuder denna att till anbudsgivaren överlåta sina aktier i ett visst bolag – eller i flera bolag – på vissa villkor. Avsikten med ett sådant erbjudande är i allmänhet att förvärva samtliga aktier i ett visst bolag och därigenom möjliggöra fusion enligt aktiebolagslagen. Emellertid kan syftet också tänkas vara att genom förvärv av aktier nå ett samgående som inte sträcker sig så långt som till en fusion i juridisk mening. Oavsett vilken avsikten är med ett aktieförvärv uppkommer spörsmålet hur aktiemarknadens intressenter skall kunna skyddas från att bli otillbörligt behandlade i samband med erbjudanden av ifrågavarande slag.

Erbjudanden som här avses riktas sålunda till aktieägarna i ett – eller eventuellt flera – bolag och inte till själva bolaget. Accept av erbjudande innebär alltså inte – såsom förut påpekats – att avtal träffats mellan de berörda bolagen. Det händer att styrelsen i det bolag, vars aktieägare erbjuds överlåta sina aktier, motsätter sig den tillämnade

sammanslagningen. Ibland har detta särskilt i utlandet skett under uppseendeväckande former. Därvid har det också förekommit att erbjudandet inte vunnit tillräckligt gehör hos aktieägarna eller att en tredje och fjärde part kommit med högre bud på aktierna (Bengt Rydén, Fusioner i svensk industri, Stockholm 1971, s. 28, 66 och 102).

På olika håll i utlandet har frågan om offentliga erbjudanden om aktieförvärv blivit föremål för reglering, framför allt i Storbritannien. Avsikten med reglerna är att skydda den aktieägande allmänheten, dvs. i det enskilda fallet aktieägarna i det bolag, vars aktier ett annat bolag vill förvärva. I Storbritannien är det i enlighet med där hittills rådande traditioner i fråga om börsverksamhet organisationerna i London City som själva, sedan slutet av 1950-talet, har tagit initiativ till och utfärdat regler på förevarande område. År 1968 utfärdades en "City Code on Take-overs and Mergers", som därefter reviderats, senast i februari 1972. Reglerna går ut på att skydda aktieägarna främst genom att tillförsäkra dem grundlig information om de berörda bolagen. Sålunda innebär reglerna väsentligen att aktieägarna skall få erforderlig information och tid för att kunna överväga ett lämnat erbjudande samt att aktieägarna i princip skall behandlas lika. Övervakningen av att reglerna iakttas ombesörjs av ett särskilt organ, "The Panel on Take-overs and Mergers", bakom vilket står ett antal inflytelserika ekonomiska institutioner och branschorganisationer i City. Panelen har olika möjligheter till sanktioner mot den som överträder reglerna. Vid mindre förseelser kan det stanna vid en privat reprimand men i regel blir det fråga om kritik i form av offentliga uttalanden. I mer allvarliga fall kan panelen vidta åtgärder för att den skyldige, om han är yrkesman, skall gå miste om vissa rättigheter. Sålunda kan de organisationer som har skapat reglerna vidta sanktioner mot sina medlemmar i den mån dessa förfarit oriktigt. Exempelvis kan det bli fråga om suspension eller förlust av medlemskap. Det kan också nämnas att den domstolsliknande panelen utövar en omfattande rådgivande verksamhet i frågor av förevarande slag.

*Näringslivets börskommitté* (NBK) fick i juni 1970 i uppdrag av sina huvudmän att behandla bl. a. frågan om information till allmänheten i samband med "fusioner och köp av företag". NBK utgav i början av år 1971 en skrift med titeln Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag (Stockholm 1971). Rekommendationerna – till vilka fogats relativt utförliga motiv – bygger i sina grunddrag på de brittiska reglerna. Enligt NBK åtnjuter dessa stor respekt i brittiska finanskretsar och det finns enligt NBK anledning anta att reglerna blir internationellt normbildande.

NBK:s regler avses vara tillämpliga när ett svenskt eller utländskt "bolag" – varmed enligt motiven även avses ekonomisk förening – för att gå samman med ett svenskt aktiebolag offentligen erbjuder ägare av aktier i detta bolag att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till det erbjudande bolaget. Rekommendationerna avser endast de fall när erbjudandet riktas till aktieägare i bolag, vars aktier noteras på antingen Stockholms fondbörs eller Svenska fondhandlareföreningens särskilda kurslista.

Under rubriken Allmänna regler sägs i NBK:s rekommendationer att aktieägare som berörs av erbjudandet skall få de upplysningar om faktiska förhållanden som erfordras för ett allsidigt bedömande av detsamma. Ingen härför betydelsefull upplysning får utelämnas. Tiden för accept av erbjudandet skall omfatta minst tre veckor och får inte börja löpa förrän slutligt prospekt utfärdats. Acceptfristen får inte utgå förrän minst sex helgfria dagar efter det att beslut föreligger i anledning av ansökan om befrielse från realisationsvinstskatt. Alla ägare av ett och samma slags aktier skall så länge erbjudandet består och även därefter, i den mån inte särskilda omständigheter annat föranleder, av det erbjudande bolaget behandlas lika. Om inom ett bolags styrelse ett samgående med annat bolag allvarligen övervägs och i anslutning därtill överenskommelse träffats

med viss eller vissa aktieägare i det andra bolaget om överlåtelse av aktier till det erbjudande bolaget, får ett därmed till tid och syfte sammanhängande generellt erbjudande till övriga ägare av aktier av samma slag endast ske på villkor som är minst likvärdiga med villkoren i den tidigare överenskommelsen. Har ett bolag upptagit förhandlingar med ett annat bolags styrelse om offentligt erbjudande till det andra bolagets aktieägare om aktieförvärv i samgåendesyfte eller har sådant erbjudande redan lämnats, får denna styrelse inte annat än under förutsättning av bolagsstämmans godkännande vidta någon åtgärd i fråga om bolagets verksamhet som kan äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande. När ett samgående övervägs eller förhandlingar därom upptagits skall på ömse sidor sträng sekretess iakttas för att undvika att kursen på aktierna i de berörda bolagen påverkas. Beträffande förfarandet rekommenderar NBK att det erbjudande bolaget, när beslut fattats om de villkor på vilka bolaget önskar förvärva aktier i det andra bolaget, omedelbart offentliggör dessa villkor genom pressmeddelande. Vidare skall ett prospekt snarast utsändas. NBK har granskat 15 prospekt som utgetts i samband med utbyteserbjudande till aktieägarna i börsregistrerade aktiebolag under den senaste femårsperioden före rekommendationernas utgivande. Därvid har NBK konstaterat att flertalet prospekt är mycket knapphändiga. NBK ger detaljerade anvisningar om vad prospekt bör innehålla. Sålunda förordas uppgifter om erbjudandets ekonomiska villkor och om det praktiska förfarandet samt vissa upplysningar för bedömande av erbjudandet. Somliga uppgifter i prospekt skall granskas av vederbörande bolags revisorer. Om NBK:s rekommendationer i övrigt hänvisar utredningen till *bilaga 4.*

Det bör vidare nämnas att enligt NBK:s mening är det för närvarande inte erforderligt att inrätta ett särskilt organ för att övervaka efterlevnaden av rekommendationerna. NBK uttalar emellertid att självfallet bör utvecklingen på området noga följas.

*Fondbörsutredningen* kom i sitt betänkande om större företags offentliga redovisning in på frågor som i viss mån rör erbjudanden om aktieförvärv i samgåendesyfte. Det var i samband med utredningens förslag om emissionsprospekt, dvs. meddelande om emission etc. avsett för tidigare eller nytillkommande aktieägare och innehållande ekonomisk information om vederbörande företag. Utredningen påpekade därvid att utgivandet av prospekt har sin grund i dels legala krav, dels sådana krav som betingas av marknadsföringen. Det erinrades sålunda om att enligt 54 § aktiebolagslagen skall beslut om ökning av aktiekapitalet genom nyemission i rekommenderat brev meddelas varje känd aktieägare, medan för andra typer av erbjudanden till marknaden inga lagföreskrifter finns om särskilda meddelanden e. d. I dessa senare fall utges prospekt främst som ett led i försäljningen av aktierna i fråga (SOU 1971:9 s. 65). Utredningen framhöll vidare att vid utbyteserbjudanden information om det övertagande företaget vanligtvis inte hade lämnats. Under den undersökta perioden – åren 1969 och 1970 – hade endast en allmänt hållen motivering för samgåendet presenterats och med ett undantag hade inte heller upplysningar lämnats om det företag som skulle bli föremål för uppköp (a.a. s. 69).

Utredningen föreslår i nyssnämnda betänkande lagstiftning om utgivande av emissionsprospekt. Regler härom har tagits upp i 12–19 §§ förslaget till lag med särskilda redovisningsbestämmelser för vissa aktiebolag och ekonomiska föreningar (angående innehållet i prospekt m. m. hänvisas till a.a. s. 16 f). Dessa regler avser sådana marknadserbjudanden för vilka den gemensamma omständigheten är att rätt till aktier i någon form blir föremål för förvärv, bl. a. utbyteserbjudanden. Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreslås föreligga endast om nettovärdet av vederbörande bolags tillgångar överstiger tio miljoner kronor eller beräknas komma att överskrida denna summa efter emission och om det totala belopp som till följd av inbjudan kan komma att bli erlagt överstiger en miljon kronor. Beträffan-

de utbyteserbjudanden innebär utredningens förslag att uppgifter skall lämnas om det bolag som företar nyemissionen. Däremot föreslås inte några regler om att prospekt skall innehålla uppgifter om det bolag vars aktier skall övertas. Utredningen ansåg sig inte i angivna sammanhang behöva ta ställning till frågan om aktieägare i ett bolag, som blir föremål för ett erbjudande av ifrågavarande slag, bör beredas särskilt skydd för en riktig bedömning av de aktier de redan innehar (a.a. s. 80).

Vid *övervägande* av ifrågavarande problem skiljer man lämpligen mellan å ena sidan själva förfarandet vid erbjudanden av här avsett slag och å andra sidan det materiella innehållet i sådana erbjudanden. I det förra avseendet åsyftas möjligheterna till saklig information för dem som får erbjudandet och för aktiemarknaden i övrigt. I det senare avseendet uppmärksammas den mer begränsade frågan om riktlinjer för att tillförsäkra de aktieägare, som antar ett erbjudande, skälig ekonomisk gottgörelse. Dessa två aspekter skall i tur och ordning behandlas i det följande.

I fråga om informationsbehovet börjar utredningen med det slag av samgåendesituation som innefattar *erbjudande av ett existerande aktiebolag till aktieägarna i ett annat bolag (fall A)* att överta aktierna i det senare bolaget. Det förutsätts först att likviden utgörs av antingen nyemitterade aktier i övertagande företag eller redan förekommande aktier i övertagande företag eller pengar eller en kombination av dessa likvidformer.

För att de aktieägare som erbjuds överlåta sina aktier skall kunna bedöma de erbjudna villkoren fordras information om båda de berörda företagen. Avser erbjudandet enbart ett kontant uppköp av aktierna behövs dock inte för bedömningen några ekonomiska uppgifter om det erbjudande bolaget. Däremot torde aktiemarknaden böra få den information om det senare bolaget som behövs för att bedöma transaktionens betydelse för detta. Härutinnan hänvisar utredningen till vad den har anfört i avsnittet om information om viktiga nyheter (7.2).

Som framgår av vad ovan sagts om utredningens förslag i SOU 1971: 9 har däri tagits upp vissa regler om emissionsprospekt. Enligt dessa regler skall vid olika typer av marknadserbjudanden uppgifter lämnas om det bolag som står för anbudet. Förslaget avser, såsom nämnts, bolag av viss storlek och erbjudanden med viss marknadseffekt. Genomförs detta förslag uppkommer i betydande grad rättsliga garantier för information om det erbjudande bolaget. Det bör anmärkas att förslaget inte omfattar utländska bolag. Som utredningen framhöll i nämnda betänkande (s. 82) kan man dock förvänta sig att de föreslagna reglerna blir mönsterbildande även när utländska bolag går ut på den svenska marknaden med erbjudanden av här avsedd art.

Förslaget i SOU 1971: 9 innehåller inte några bestämmelser om uppgifter angående det bolag till vars aktieägare erbjudandet riktas. Det bör därför undersökas i vad mån det behöver skapas något särskilt skydd för aktieägarna så att dessa kan göra en riktig bedömning av de aktier de redan innehar. Sådant skydd kan erfordras inte bara när den erbjudna likviden utgörs helt eller delvis av aktier utan givetvis också när likviden utgörs enbart av pengar. I anslutning härtill bör också frågan om information till aktiemarknaden i stort beaktas.

Förutsättningarna för ställningstagande till angivna spörsmål har ändrats sedan utredningen i början av år 1971 framlade betänkandet SOU 1971: 9, vari såsom nämnts problemet uppmärksammades. Genom de rekommendationer som därefter utfärdats av NBK har aktiemarknaden för ifrågavarande slags erbjudanden fått normer som bl. a. tar sikte på informationsgivning om det bolag vars aktier ett annat företag vill överta. Det kan vidare erinras om att rekommendationerna också innefattar krav på information om det övertagande bolaget.

Det sagda ger vid handen att åtgärder redan har vidtagits för att genom informationskrav skydda den aktieägande allmänheten i samband med förevarande slags offent-

liga erbjudanden om aktieförvärv. För utredningen uppstår nu frågan om den bör föreslå ytterligare sådana åtgärder, närmast beträffande information om det bolag till vars aktieägare ett erbjudande riktas.

Det bör därvid först slås fast att det från allmän synpunkt är angeläget att aktieägare i här avsedda situationer får tillgång till de uppgifter om sitt bolag som krävs för att bedöma ett erbjudande. Sådana uppgifter torde de i viss mån kunna få redan i sin egenskap av aktieägare. Erforderlig information bör emellertid delges även aktiemarknaden i övrigt. Därjämte måste aktieägarna få tillräcklig betänketid. En annorlunda ordning skulle vara ägnad att minska allmänhetens förtroende för aktiemarknaden och därigenom motverka börsens möjligheter att fungera på önskvärt sätt.

Vad angår det slags information och sättet att lämna denna, som sålunda bör eftersträvas, anser sig utredningen i huvudsak kunna ansluta sig till det materiella innehållet i NBK:s rekommendationer. Viss bristande överensstämmelse mellan själva rekommendationstexten och motiven vill utredningen dock fästa uppmärksamheten på. I avdelning III punkt *2 g* rekommendationstexten (se *bilaga 4*) föreskrivs att prospekt rörande erbjudande skall innehålla uttalande om detta av styrelsen för det bolag, till vars aktieägare erbjudandet riktas, när sådant uttalande kan erhållas. Emellertid sägs i motiven att om uttalande från det senare bolagets styrelse inte förekommer i prospektet bör detta särskilt påpekas med angivande av skälen härtill. Enligt utredningen borde kravet på sådant påpekande ha föreskrivits i själva rekommendationstexten. I avdelning III punkt *2 i* föreskrivs att prospekt skall innehålla sammanställning av båda bolagens resultaträkningar m. m. Motiven härtill säger att om det "överlåtande" bolagets styrelse, på grund av att det motsätter sig ett samgående, vägrar att ställa material till förfogande, kan en sammanställning av årsredovisningar omöjliggöras. Föreskriften i rekommendationstexten är därför enligt utredningen alltför kategorisk. Beträffande rekommendationerna i punkt *2* i övrigt synes enligt utredningen kraven i momenten *i–k* måhända gå väl långt, såvitt avser det "överlåtande" bolaget. I avdelning III punkt *3* i rekommendationstexten föreskrivs att uppgifter i prospekt om resultaträkningar m. m. skall granskas av vederbörande bolags revisorer och att deras berättelser över granskning skall tas in i prospekt. Motiven uttalar att om styrelsen i det "överlåtande" bolaget vägrar delta i utformningen av prospekt kan det inte begäras att bolagets revisorer skall medverka med granskning av uppgifter som lämnas om bolaget av det erbjudande bolaget. Även i detta fall är rekommendationstexten således alltför kategorisk.

Utredningen finner dock, som redan påpekats, att i materiellt hänseende NBK:s rekommendationer i princip kan godtas. Med hänsyn till vad utredningen anfört i avsnittet angående information om viktiga nyheter (7.2) vill den dock anmärka att de i det avsnittet föreslagna bestämmelserna också innefattar beslut om förvärv av aktier i ett annat bolag. Det första offentliggörandet av sådant beslut bör alltså följa där uppställda normer, i den mån de går längre än NBK:s rekommendationer. Detta innebär att NBK:s rekommendation i avdelning III punkt 1, såvitt avser erbjudande från börsföretag, inte alltid torde vara helt tillräcklig. I nämnda rekommendation föreskrivs, att när det erbjudande bolaget fattat beslut om de villkor på vilka bolaget önskar förvärva aktier i det andra bolaget, bör dessa villkor omedelbart offentliggöras. Enligt utredningens mening bör därjämte uppges vilken betydelse erbjudandet har för det bolag som avger detta samt lämnas information som möjliggör för aktiemarknaden att själv bedöma denna betydelse.

Frågan om vilket normsystem – lagstiftning eller annat – som bör uppställas för att trygga efterlevnaden av ovan angivna och i det följande behandlade principer om information skall utredningen beröra i 7.3.4.

Utredningen fortsätter nu med det fall av samgåendesituation då ett existerande aktiebolag erbjuder aktieägarna i ett annat bolag

att överta aktierna i detta. Skillnaden i förhållande till det föregående är att likviden för förvärvet förutsätts vara av annat slag än hittills (dvs. inte aktier i det övertagande företaget eller pengar).

Utgörs likviden av aktier i ett tredje bolag torde informationsbehovet i fråga om såväl detta som det överlåtande bolaget få likställas med motsvarande behov i det fall när likviden består av aktier i det övertagande bolaget. Informationen till aktieägare och aktiemarknaden i övrigt bör alltså ligga på emissionsprospektnivå. Varken förslaget i SOU 1971:9 eller NBK:s rekommendationer tar sikte på berörda fall. Består likviden av skuldebrev, som utställts av det övertagande bolaget, måste för en bedömning av erbjudandet krävas material för kreditvärdering. Detta material torde ibland – ehuru ej ofta – behöva vara så omfattande som när likviden är aktier. Utgörs likviden av andra värdepapper än aktier eller skuldebrev utställda av övertagande bolag eller utgörs likviden av annan egendom som ej är pengar, varierar informationsbehovet med likvidens karaktär.

Beträffande de i föregående stycke åsyftade situationerna föreligger alltså svårigheter att generellt ställa upp närmare preciserade krav rörande den information som bör lämnas för en bedömning av erbjuden likvid. Det bör dock anmärkas att förslaget i SOU 1971:9 omfattar utgivande av konvertibla skuldebrev. I övrigt torde man vara hänvisad till en allmän formulering uttryckande krav på att få det material som i varje särskilt fall enligt god affärssed kan anses erforderligt. NBK har i sina rekommendationer inte tagit upp ifrågavarande fall.

Under senare år har inträffat åtskilliga samgåenden som kan hänföras till fall A ovan och där det "överlåtna" bolagets aktier varit inregistrerade vid fondbörsen eller upptagna på fondhandlarlistan. Några exempel härpå skall lämnas.

1) År 1969 erbjöd börsföretaget Svenska Aeroplan AB (SAAB) aktieägarna i börsföretaget AB Scania-Vabis att använda sina aktier i sistnämnda bolag som apportegendom i en nyemission hos SAAB. För fem aktier i Scania-Vabis erhölls tre aktier i SAAB.

2) År 1969 erbjöd SAAB aktieägarna i börsföretaget Nordarmatur AB samgående med alternativ likvid enligt val av aktieägarna i Nordarmatur: *antingen* 155 kronor kontant för en Nordarmaturaktie *eller* en nytecknad aktie i SAAB för två Nordarmaturaktier.

3) År 1964 erbjöd börsföretaget AB Pripp & Lyckholm aktieägarna i börsföretaget AB Stockholms Bryggerier att nyteckna en aktie i Pripp för en aktie i Stockholms Bryggerier.

4) Kombination av nyemitterad aktie jämte kontanter föreligger i 1973 års erbjudande från Esselte AB till aktieägarna i det på fondhandlarlistan upptagna Almqvist & Wiksell AB. För en aktie i det senare bolaget erbjöds en nyemitterad stamaktie i Esselte jämte 20 kronor kontant.

5) Exempel på likvidform vari ingår revers är 1972 års erbjudande från Beijerinvest AB till aktieägarna i Utvecklingsaktiebolaget Tulwe (båda företagen upptagna på fondhandlarlistan). För två aktier i Tulwe erhölls en nytecknad aktie, ser. B, i Beijerinvest *samt antingen* kontant 75 kronor *eller* en 10 % femårig revers på 75 kronor utfärdad av Beijerinvest.

Det kan nämnas att både Gränges AB och Stora Kopparbergs Bergslags AB under de senaste decennierna förvärvat aktierna i andra bolag (ej marknadsbolag) mot likvid i form av aktier ur sina stora portföljer av börsaktier.

Hittills har utredningen i sina överväganden utgått ifrån att det är ett existerande aktiebolag som lämnar ett erbjudande till aktieägarna i ett annat bolag. Utredningen gör i det närmast följande den ändringen i dessa förutsättningar att den antar att ett *erbjudande ges av annan existerande juridisk person med rörelse än aktiebolag eller av en fysisk person (fall B).* Även i dessa fall är informationsbehovet beroende av på vilket sätt likvid för förvärvet avses ske. Utredningen har ovan redovisat olika likvidformer. Dessa kan i princip appliceras även på

förevarande situationer. Dock kan man i detta sammanhang givetvis inte tala om aktier i övertagande företag utan i stället får man tala om andelar däri. Och är erbjudaren en fysisk person följer därav helt naturligt vissa begränsningar i de angivna likvidsätten.

Vad utredningen tidigare anfört om informationsgivningen när anbudsgivaren är ett aktiebolag äger i tillämpliga delar motsvarande betydelse i fall när erbjudaren är en annan existerande juridisk person med rörelse än aktiebolag eller är en fysisk person. Därjämte vill utredningen påpeka att förslaget i SOU 1971:9 förutom aktiebolag avser fysiska personer såtillvida att däri inbegrips erbjudanden som görs av vissa aktieägare och likviden är aktier eller konvertibla skuldebrev. NBK:s rekommendationer omfattar, förutom svenskt eller utländskt bolag, enligt motiven också fall när erbjudaren är ekonomisk förening, dvs. ej fall då denne är t. ex. stiftelse eller fysisk person. Rekommendationerna synes förutsätta att likviden utgörs av aktier i övertagande bolag eller kontanter.

Härefter behandlar utredningen sådana fall av aktieförvärv som föreligger när *erbjudande som ges till aktieägarna i flera bolag går ut på att deras aktier skall övertas av en för ändamålet nybildad juridisk person eller en existerande juridisk person utan rörelse (fall C).*

Utgörs likviden av aktier (andelar) i ett tredje bolag eller av värdepapper, som ej utställts av övertagaren, eller av "annan egendom" eller av pengar är informationsbehovet likartat med det som förut angetts i fråga om erbjudande av en existerande juridisk person (med rörelse) till aktieägarna i ett annat bolag.

Är likvidformen aktier i övertagande företag eller skuldebrev utställda av övertagaren bör i ifrågavarande fall informationsbehovet avse alla de företag som skall ingå i "fusionen". Består likviden av aktier (andelar) i övertagande företag bör observeras att fullt jämförbara uppgifter om de olika företagen måste finnas för att aktieägaren skall kunna jämföra sin likvid med den som erbjuds aktieägarna i det eller de andra företagen. Informationen behöver även i nu avsedda situationer ligga på emissionsprospektnivå. Beträffande förevarande fall kan i fråga om NBK:s rekommendationer här endast noteras att de rör enbart den situation då en existerande juridisk person är övertagare.

Ovan har utredningen uppehållit sig bl. a. vid det skydd för aktieägare som avser *information* i samband med offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Som inledningsvis förutskickats skall utredningen också beröra eventuellt skydd för aktieägare med avseende på det *materiella innehållet* i ett erbjudande.

I överensstämmelse med NBK vill utredningen förorda principen att innehavare av aktier av samma slag skall behandlas lika. Vissa aktieägare skall alltså inte få mer ersättning för sina aktier än som erbjuds den aktieägande allmänheten. Detta bör gälla först och främst när ett offentligt erbjudande har avgetts. Men redan från och med den tidpunkt när samgående med annat bolag allvarligen övervägs inom ett bolags styrelse bör – såsom NBK anför – vid enskilda överenskommelser inte få ges bättre villkor än som därefter föreslås i ett offentligt erbjudande.

Vad angår frågan om att bereda aktieägarna garantier för att de får ett "riktigt" pris på sina aktier vill utredningen endast anmärka, att generella principer härvidlag knappast torde kunna uppställas.

Beträffande det materiella innehållet i offentliga erbjudanden begränsar sig utredningen således till att föreslå iakttagande av den likställighetsprincip som nyss har nämnts. I fråga om sättet för att trygga principens efterlevnad äger vad utredningen härom senare anför om informationsgivningen motsvarande tillämpning (7.3.4).

### 7.3.2 Samgående genom rörelseförvärv

Utredningen syftar till en början på samgående som sker genom att *en existerande juridisk person eller en fysisk person förvärvar hela rörelsen eller en huvuddel av rörelsen från ett visst aktiebolag (fall D).*

Som framgår avses inte överlåtelser av mindre delar av en rörelse, t. ex. järnverkens överlåtelser för branschrationalisering under senare år, utan överlåtelser som är så omfattande att de anses inte kunna genomföras utan bolagsstämmobeslut i överlåtande företag. Informationen till aktieägarna skall alltså tjäna till ledning för deras röstande på bolagsstämman. Eftersom informationen kan påverka aktiernas kurssättning är den vidare av betydelse för aktiemarknaden i stort.

Vad angår olika likvidformer kan hänvisas till den föregående framställningen. Samtliga där angivna former är tänkbara även här. Behovet av information om likviden är detsamma som vid erbjudande av en existerande juridisk person med rörelse eller av en fysisk person till aktieägarna i ett bolag att överta aktierna i detta, dvs. fall A och B ovan (7.3.1).

I förevarande fall tillkommer behov av information om den rörelse som skall överlåtas och om däri ingående tillgångar och skulder. Denna information bör ligga på emissionsprospektnivå.

Som exempel på fall D kan följande nämnas. Per den 31 december 1958 övertog Svenska Turbinaktiebolaget Ljungström (STAL) – då ett dotterbolag till Allmänna Svenska Elektriska AB (ASEA) – AB de Lavals Ångturbins rörelse med tillgångar och skulder. Fallet är intressant därigenom att likviden till de Laval utgjordes av redan utgivna aktier i STAL, som ställdes till förfogande av ASEA.

Utredningen tar härefter upp det fall när *erbjudande görs till flera aktiebolag att deras rörelser eller en huvuddel därav skall övertas av en för ändamålet nybildad juridisk person eller en existerande juridisk person utan någon rörelse (fall E).*

Också i detta fall är förut redovisade likvidformer tänkbara. Information härom framgår av vad som sagts – 7.3.1 – vid fallen A–B och vid fall C (erbjudande till aktieägarna i flera bolag att deras aktier skall övertas av en för ändamålet nybildad juridisk person eller existerande juridisk person utan rörelse).

I likhet med det fall av samgående genom rörelseförvärv, som ovan betecknats D, bör vidare krävas information på emissionsprospektnivå om den eller de rörelser – med tillgångar och skulder – som skall överlåtas.

Det kan anmärkas att NBK:s rekommendationer inte omfattar samgående genom rörelseförvärv.

Exempel på fall E utgör det övertagande som det nybildade bolaget Skandinaviska Enskilda Banken gjorde vid årsskiftet 1971–72 av rörelserna i Skandinaviska Banken och Stockholms Enskilda Bank (sistnämnda två banker trädde sedan i likvidation). I de likvider som erlades av Skandinaviska Enskilda Banken ingick dels dess nyemitterade aktier, dels av denna bank utgivna förlagsbevis och reverser, de senare konvertibla till aktier i AB Diligentia inom viss tid.

### 7.3.3 Samgående genom associationsrättslig fusion

Som rubriken visar behandlas i det närmast följande samgående som sker enligt bestämda lagregler, nämligen *fusion som avses i 175 § aktiebolagslagen och 135 § aktiebolagsutredningens förslag (fall F).*

Likvidformerna är också här samtliga tidigare angivna. Ifrågavarande fall liknar fallen D och E (7.3.2) genom att det är fråga om information som underlag för beslut på bolagsstämma i överlåtande bolag samt för kurssättningen på aktierna efter offentliggörande av förslag om samgående. Det rör sig emellertid här inte, som i fallen D och E, om överlåtelse av en rörelse utan om en transaktion som gäller hela det överlåtande bolaget. Information om överlåtande bolag bör ligga på emissionsprospektnivå. Behovet av information för att kunna bedöma erbjuden likvid är detsamma som i fall A (7.3.1) vid fusion enligt 175 § aktiebolagslagen och i fall C (7.3.1) vid fusion enligt 135 § aktiebolagsutredningens förslag.

NBK:s rekommendationer inbegriper inte samgående genom associationsrättslig fusion. Det kan vidare erinras om att i 175 §

aktiebolagslagen samt i 134 och 135 §§ aktiebolagsutredningens förslag finns bestämmelser som avser att tillgodose behovet av information. Dessa bestämmelser ligger dock inte på emissionsprospektnivå. Det krävs nämligen uppgifter ur endast senaste årsredovisning. Av aktiebolagsutredningens betänkande (SOU 1971: 15 s. 340) framgår, att endast 7 fall av fusioner enligt 175 § registrerats under åren 1948–1969.

### 7.3.4 Säkerställande av informationsgivning vid "fusioner"

Utredningens uppdrag avser sådana förvärv och samgåenden som berör aktiemarknadsbolag eller aktieägare i sådant bolag. Detta hindrar givetvis inte att även andra kategorier, t. ex. en ekonomisk förening, kan vara engagerade i samma "fusion". Inledningsvis bör konstateras att det är beträffande sammanslagningar av nu angiven art som frågan om säkerställande av informationsgivningen skall undersökas.

I det föregående har redovisats det behov i fråga om informationsgivningen som enligt utredningens mening bör tillfredsställas i skilda situationer vid vissa former av här åsyftade förvärv och samgåenden, nämligen dels offentliga erbjudanden om aktieförvärv, dels rörelseförvärv och dels associationsrättslig fusion. Frågan är alltså hur man skall kunna trygga efterlevnaden av de sålunda uppställda principerna om information.

En möjlighet är att i särskild lagstiftning ta upp bestämmelser med informationskrav som överensstämmer med nämnda principer. Vissa sanktioner vid överträdelse av reglerna kan därvid övervägas. Man kan ha ett kriminalrättsligt system och således låta åklagare och domstol övervaka lagstiftningen. Vidare kan man införa ett system varigenom, när någon brutit mot regler om information, domstol eller annan myndighet efter framställning från åklagare eller annat organ berättigas utfärda vitesföreläggande e. d. om att information skall lämnas på visst sätt. En annan sanktionsform är den rent civilrättsliga, såsom domstols ogiltighetsförklaring – på talan av enskild – av avtal som sammanhänger med erbjudanden beträffande vilka informationen inte uppfyller lagstiftningens krav.

Ett normsystem som bygger på lagstiftning skulle också kunna utformas på det sättet att ett särskilt organ får behörighet att utfärda informationsregler för förevarande fall. De sanktioner som torde komma i fråga med en sådan metod är likartade med dem som ovan angetts för annan lagstiftning.

Vill man inte gå lagstiftningsvägen kan man främst tänka sig följande möjlighet för att söka trygga efterlevnaden av de tidigare omtalade informationsprinciperna. Utredningen åsyftar möjligheten att inrätta, utan stöd av lagstiftning, ett permanent organ för utfärdande av rekommendationer om informationsgivning. I betänkandet om större företags offentliga redovisning använde sig utredningen av en liknande utväg genom förslaget om att inrätta en Näringslivets redovisningsnämnd. Även för informationen vid samgående o. d. mellan företag skulle denna nämnd eller ett liknande organ kunna utnyttjas. Därvid skulle visserligen inte några sanktioner av den art som är möjliga vid särskild lagstiftning kunna uppställas. Men publicering av det rekommenderade organets beslut skulle i stället kunna tjäna som sanktion (jfr SOU 1971: 9 s. 117).

Härefter skall utredningen närmast ange sin ståndpunkt till de sålunda nämnda normsystemen.

Vad först angår lagstiftning med straffrättsliga påföljder vill utredningen erinra om den princip i svensk rätt som innebär att kriminalisering bör användas endast om andra sätt är mindre lämpliga för att få till stånd en viss önskad ordning i samhällslivet. Som utredningen nedan kommer fram till kan strafflagstiftning i förevarande sammanhang avvisas på denna grund. Detsamma gäller för den med kriminalisering besläktade metoden att till lagstiftning ansluta möjlighet att utfärda vitesföreläggande e. d. Mot användande av rent civilrättslig lagstiftning talar framför allt det förhållandet att initiativ till ingripande mot otillfredsställande informa-

tion inte kommer att ske med beaktande av om det är påkallat från allmän synpunkt utan i stället bli beroende av enskildas intressen.

Beträffande möjligheten att anknyta till den i tidigare betänkande förordade redovisningsnämnden vill utredningen uttala att den knappast anser det lämpligt att ge detta organ nya uppgifter innan man vunnit några erfarenheter om hur det i praktiken fungerar inom ramen för redan föreslagna uppgifter. Av samma skäl synes det olämpligt att föreslå inrättande av ett särskilt organ med uppgift att utfärda rekommendationer om den informationsgivning som här avses. Därjämte kan anföras att inrättandet av ytterligare ett organ skulle kunna te sig som en administrativ överbelastning.

Enligt utredningen torde man åtminstone tills vidare kunna förlita sig på att näringslivet frivilligt i allt väsentligt följer de principer om information som utredningen ovan har redogjort för. Som stöd härför vill utredningen åberopa följande.

Bl. a. utfärdandet av NBK:s rekommendationer tyder på att det inom näringslivet finns en strävan att verka för en god informationsstandard även i samband med förvärv och samgående av förevarande slag. Det kan antas, och den faktiska utvecklingen under senare tid motsäger inte detta, att NBK:s rekommendationer kommer att följas. Dessa rekommendationer överensstämmer, såvitt avser deras tillämpningsområde, i huvudsak med utredningens uppfattning om en tillfredsställande informationsgivning.

Som framgått omfattar emellertid NBK:s rekommendationer inte samtliga de fall av "fusion" för vilka utredningen uppställt principer om information. Rekommendationerna täcker bl. a. inte de fall av samgående som sker genom rörelseförvärv eller associationsrättslig fusion eller där erbjuden likvid utgörs av annat än aktier i övertagande företag eller av kontanter.

Utredningen anser sig dock kunna räkna med att NBK:s rekommendationer i möjligaste mån kommer att få en motsvarande tillämpning i situationer som inte formellt faller under rekommendationerna. Härvid kan naturligtvis också de av utredningen förordade principerna tjäna till vägledning. Det torde vidare inte kunna uteslutas att NBK framdeles gör erforderliga kompletteringar till sina rekommendationer.

Vad utredningen nu anfört utgörs otvivelaktigt i viss mån av förhoppningar. Utvecklingen på området bör inte lämnas utan tillsyn. Skäl härför är dels att man inte helt kan bortse från risken att verkligheten blir en annan än den förmodade, dels att utvecklingen sker snabbt och att nya informationsbehov kan aktualiseras. Enligt utredningen bör börsstyrelsen följa utvecklingen på området och när anledning uppkommer vidta lämplig åtgärd, ev. framställning till statsmakterna om lagstiftning. Utsikterna att önskad ordning iakttas på förevarande område torde emellertid kunna ytterligare förbättras om börsinregistrerade företag genom ett särskilt åtagande i inregistreringskontrakt förpliktar sig att för egen del följa de ovan uppställda principerna om informationsgivning. Därigenom skulle man täcka åtskilliga av de i detta sammanhang viktigaste företagen.

Härutöver vill utredningen påpeka att inom ramen för nuvarande ordning finns vissa särskilda möjligheter att indirekt ge eftertryck åt de uppställda informationsprinciperna. Sålunda torde erbjudanden av den typ utredningen nämnt i regel kräva medverkan av en affärsbank eller fondkommissionär. Man torde kunna förvänta sig att sådan inte ställer sig till förfogande om ej informationsgivningen blir tillfredsställande. Slutligen vill utredningen i detta sammanhang åter erinra om de föreslagna reglerna i SOU 1971:9, som omfattar bl. a. utbyteserbjudanden.

# 8 Värdepappers avförande från notering m. m.

## 8.1 *Gällande ordning*

Bestämmelser om värdepappers avförande från notering finns i 27 § börsordningen.

I paragrafens första stycke sägs att börspapper skall avföras från notering vid fondbörsen när det inte längre uppfyller villkoren för inregistrering eller inregistrerings- eller årsavgift inte betalas eller börsordningens föreskrifter om börspapper i övrigt inte följs. Avförande skall dock – vilket gällt sedan 1960 års börsordning – enligt nämnda författningsrum inte ske om bristen eller uraktlåtenheten är av underordnad betydelse; så kan vara fallet t. ex. om ett bolag försummat att enligt 26 § börsordningen tillställa börsstyrelsen alla meddelanden avsedda för aktieägarna. Däremot skall avförande i princip äga rum exempelvis om ett bolags aktiekapital kommit att understiga fem miljoner kronor eller bolaget inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation (jfr 21 § börsordningen vari anges fall då inregistrering inte får ske).

27 § andra stycket börsordningen föreskriver att om börspapper inte har omsatts vid fondbörsen minst en gång under de senaste två kalenderåren eller om börsstyrelsen finner att börspapper av annan anledning inte längre bör noteras vid börsen, får börsstyrelsen besluta att börspapperet skall avföras från notering. I sådana fall skall styrelsens beslut ha biträtts av minst två tredjedelar av samtliga styrelseledamöter men styrelsen behöver inte ange skälen för beslutet.

Det senast berörda författningsrummet kan alltså användas bl. a. till att avföra värdepapper för vilka det inte längre finns någon marknad. Vidare kan bestämmelsen ha den betydelsen att den kan användas av börsstyrelsen som påtryckningsmedel mot ett bolag som vägrar att tillhandahålla börsstyrelsen vissa uppgifter om bolaget.

Beträffande praxis kan anföras att avförande från notering av aktier under senare årtionden nästan undantagslöst har varit en följd av att aktierna uppköpts av ett annat bolag för att möjliggöra fusion eller koncernbildning. Det har från noteringsteknisk synpunkt rört sig om rutinärenden. Liknande omständigheter har varit för handen vid avförande av obligationer o. d. Dessa brukar ett par dagar före inlösnings- eller slutbetalningsdagen tas bort från listan (jfr Algott, a.a. s. 81 och 84).

I anslutning till det nyss anförda kan nämnas ett fall från 1950-talet som rör frågan om betydelsen av att ett bolag självt begär avregistrering av sina aktier.

De vid fondbörsen inregistrerade aktierna i Boxholms aktiebolag avfördes från notering från och med ingången av år 1954 på begäran av bolaget, dvs. dess styrelse. Omsättningen i aktierna på börsen uppgick till följande antal och värde: år 1949 (60 st., 53 100 kronor), år 1950 (46 st., 41 810 kronor), år 1951 (40 st., 46 650 kronor), år

1952 (100 st., 117 950 kronor) och år 1953 (61 st., 68 850 kronor). Under våren 1956 ansökte bolaget om att dess aktier åter måtte inregistreras vid fondbörsen. Vid denna tid var aktierna upptagna på fondhandlarlistan. Ansökningen om ny inregistrering hade enligt uppgift tillkommit på grund av att olika aktieägare gjort upprepade framställningar till bolagsstyrelsen om önskvärdheten av att aktierna blev officiellt noterade. Den 13 juni 1956 inregistrerades aktierna på nytt vid fondbörsen. De har sedermera – från och med den 15 juli 1965 – ånyo avförts från notering till följd av att Boxholms aktiebolag uppgått i ett annat börsbolag.

I det sålunda anförda fallet synes börsstyrelsen inte ha grundat sitt beslut om den avregistrering, som trädde i kraft vid ingången av år 1954, på annat än den omständigheten att bolagsstyrelsen själv begärt aktiernas avförande från notering. Ett sådant avregistreringsbeslut torde knappast strida mot gällande börslagstiftning. I avsnitt 8.3.1 kommer utredningen att behandla frågan om de krav som enligt den nya börslagstiftningen bör vara uppfyllda innan avregistrering sker.

Av intresse är vidare den uppmärksamhet som dåvarande bank- och fondinspektionen under 1920-talet visade frågan om avförande från notering av aktier. Bakgrunden var den i början av nämnda decennium rådande deflationsperioden då börskurserna sjönk mycket kraftigt. Inspektionen uppmanade i november 1925 börsstyrelsen att se över kurslistorna och överväga vilka värdepapper som borde avföras. Enligt inspektionens mening borde i princip ungefär samma synpunkter gälla i fråga om ett värdepappers bibehållande på kurslistorna som vid dess inregistrering. Om ett inregistrerat värdepapper inte längre var av den beskaffenhet att en ansökan om inregistrering av papperet hade kunnat bifallas, borde det enligt inspektionen avföras från börsen. Börsstyrelsen följde emellertid en mjukare linje och beslöt i december 1925 att endast nedflytta vissa fondpapper från listan för daglig notering till den lista, vars aktier uppropades bara ett par gånger i veckan. Med denna åtgärd synes inspektionen ha låtit sig nöja. (Se K. W. Ström, Fondbörsen och tillsynsmyndigheten, Stockholms Fondbörs 100 år, Stockholm 1963, s. 348 ff.).

### 8.2 *Utländsk rätt*

I den *danska* börslagen av år 1972 sägs (5 § andra stycket) att börsstyrelsen bestämmer när ett värdepapper skall tas bort från kurslistan. Börsordningen anger (18 §) vissa fall, då börsstyrelsen skall ta upp frågan om ett bolags aktier fortfarande bör vara föremål för notering. Så skall ske om bolaget nedskriver aktiekapitalet eller genom fusion övertar annat aktiebolag. 19 § börsordningen föreskriver att börspapper i vissa fall skall strykas från kurslistan, nämligen när ett aktiebolag eller "institut" inställer sina betalningar, går i konkurs eller träder i likvidation.

Styrelsen vid *västtyska* börser kan stryka ett värdepapper från kurslistan om under lång tid inget avslut förekommit i papperet. Befinns avslut åter vara möjliga, kan börsstyrelsen på nytt föra upp värdepapperet på kurslistan. Avförande från kurslistan som nu sagts får skiljas från egentlig avregistrering av värdepapper varom beslut fattas av det särskilda organ som också har hand om inregistrering (Zulassungstelle). Avregistrering kan äga rum om i efterhand framkommer omständigheter som borde ha förhindrat inregistreringen eller om ett bolag inte uppfyller åtaganden som gjorts vid inregistreringen (jfr Bremer, a.a. s. 106 f.).

*New York Stock Exchange* förbehåller sig diskretionär prövningsrätt beträffande avregistrering. Sådan skall normalt övervägas bl. a. när av allmänheten ägda aktier understiger ett visst antal eller sammanlagda marknadsvärdet av aktier i allmänhetens ägo understiger visst belopp. Avregistrering kan vidare ske t. ex. vid brott mot "listing agreement", såsom när företaget inte i tid lämnar aktieägarna information om händelser i företaget eller när felaktig information ges. Trots att avregistrering kan drabba

aktieägarna hårt synes man vid börserna i USA ej tveka att tillgripa en sådan åtgärd när skäl finns. Man anser sig därigenom skydda presumtiva aktieägare. Vid *Londonbörsen* synes man av hänsyn till aktieägarna ha en mera restriktiv inställning till avregistrering.

### 8.3 *Överväganden och förslag*

Avförande av värdepapper från notering vid fondbörsen är enligt gällande ordning ett beslut som meddelas av börsstyrelsen. Sådant beslut medför att affärer och noteringar vid fondbörsen inte längre får förekomma i värdepapperet i fråga. Härför skulle erfordras ett nytt inregistreringsbeslut med föregående ny ansökan om introduktion och sedvanlig prövning av denna. I dagligt tal används för avförande av värdepapper som nu sagts uttrycket avregistrering. Detta uttryck förekommer inte i nuvarande börslagstiftning.

Som framgår av fortsättningen finns det anledning att tala om avförande av värdepapper även i annan betydelse än nyss sagts. Utredningen avser sådana beslut som innebär att affärer och noteringar vid fondbörsen i ett visst papper endast tillfälligtvis upphör. Ett sådant institut finns ej i nuvarande svenska börslagstiftning men utredningen har funnit skäl överväga förslag om införande härav. Affärernas och noteringarnas återupptagande skulle i nu avsedda fall inte förutsätta ett nytt inregistreringsbeslut.

#### 8.3.1 Avregistrering

Framställningen avser närmast *aktier*. Utgångspunkten för regler om avregistrering bör enligt utredningens mening vara att sådan åtgärd bör tillgripas endast när börsen inte längre förmår fylla någon väsentlig funktion med avseende på det värdepapper varom är fråga i det enskilda fallet.

Med beaktande härav skall utredningen granska olika omständigheter som kan tänkas böra föranleda avregistrering. Utredningen anknyter därvid till de i kap. 6 föreslagna villkoren för inregistrering. Till en början uppmärksammas frågan om förhållanden som hänför sig till börsbolags ekonomiska kvalitet eller informationsstandard bör vara skäl för avregistrering.

Den omständigheten att ett bolags aktier är inregistrerade vid fondbörsen torde vara i och för sig ägnad att inge allmänheten förtroende för bolaget. Det lär vara en tämligen utbredd uppfattning att inregistrering utgör ett slags definitiv hallstämpel för ett bolags ekonomiska kvalitet. En sådan uppfattning är, såvitt gäller nuvarande ordning, riktig endast såtillvida att papperet vid en av börsstyrelsen gjord granskning befunnits ha en solid kapitalställning, en god likviditet och en sedan några år väldokumenterad lönsamhet. Däremot har börsstyrelsen ej möjlighet att efter inregistreringstillfället fortlöpande garantera att på kurslistan förekommande aktier utgör tillfredsställande placeringsobjekt. Någon ändring härvidlag medför inte den av utredningen föreslagna ordningen. Emellertid kan såväl i dag som framdeles inregistrering vid börsen i stort sett sägas vara en garanti för att allmänheten får en relativt utförlig information om bolagens ekonomiska utveckling och därigenom möjlighet att kontinuerligt bedöma sina investeringar. I varje fall i det avseendet ger generellt sett börsinregistrering allmänheten grundad anledning till förtroende för ifrågavarande företag. Genomförs de olika förslag till ökade krav på börsbolagens informationsgivning, som utredningen har lagt fram, torde än mera fog finnas för nämnda påstående.

Vad särskilt angår börsbolags ekonomiska *kvalitet* innebär det anförda att allmänheten inte kan anses ha något berättigat anspråk på att börsaktier alltid är acceptabla placeringsobjekt. I börsens uppgifter bör därför inte ingå att från den synpunkten följa börsbolagens utveckling. Detta betyder att det förhållandet, att ett bolags kvalitet försämrats efter inregistreringen, inte utan vidare är skäl för avregistrering. Man kan emellertid fråga sig om inte sådant skäl bör anses föreligga åtminstone när försämringen för ett bolag är uppenbar och så svårartad att det råkat in i en ekonomisk krissituation. Det

skulle kunna göras gällande att allmänhetens förtroende för börsen kunde urholkas om det på denna förekommer aktier i bolag som är på väg att eventuellt gå omstyr. Även om man på denna grund godtar att en ekonomisk krissituation talar för avregistrering måste hänsyn tas också till andra faktorer.

Det torde sålunda vara allmänt erkänt att en avregistrering av ett börsbolags aktier kan vara ödesdiger för bolaget och dess intressenter, inte bara aktieägarna utan ibland också de anställda. En tvungen avregistrering uppfattas i vida kretsar närmast som ett definitivt utdömande av bolaget. Därför är det ingalunda givet att börsen bör avregistrera aktier i företag som råkat in i en krissituation, vilken kommit till uttryck genom t. ex. betalningsinställelse. En kris kan vara av tillfällig natur och behöver inte innebära att bolagets aktier för framtiden kommer att sakna värde. Möjligheter kan finnas att rekonstruera företaget. En avregistrering kan emellertid tänkas bidra till att omöjliggöra detta, exempelvis därför att försök till anskaffning av nytt kapital försvåras.

Vidare bör påpekas att en avregistrering inte utan vidare medför att handel med aktierna upphör. Sådan handel kan äga rum utanför börsen och då under mindre betryggande former. Detta kan givetvis medföra risker för oinitierade köpare och säljare.

Även om viss handel sålunda kan tänkas förekomma i ett avregistrerat papper – och denna handel behöver naturligtvis inte alltid vara av tvivelaktig art – får man inte bortse från att avregistreringen är ägnad att starkt försvåra möjligheterna till handel i aktierna. Genom avregistrering motverkar man alltså, såvitt avser aktierna i det berörda företaget, i princip börsens uppgift att främja aktiers likviditet.

Kontentan av det anförda är följande. Även om ett börsbolag undergår en uppenbar ekonomisk kris bör avregistrering inte ske utan vidare. I stället får en helhetsbedömning göras. Därmed åsyftar utredningen att fondbörsen i det enskilda fallet skall i princip beakta de omständigheter som talar för resp. mot en avregistrering. Föreligger en krissituation beträffande ett visst bolag utgör sålunda detta förhållande i och för sig anledning att överväga avregistrering. Vid avgörande av frågan om avregistrering måste fondbörsen emellertid självmant som motfakta gentemot nämnda primära rekvisit beakta övriga föreliggande omständigheter, t. ex. de olägenheter för aktieägare och anställda som en avregistrering i det aktuella fallet beräknas medföra. Anser fondbörsen därvid att dessa olägenheter är större än olägenheten med fortsatt notering vid fondbörsen av det krisdrabbade bolagets aktier, bör avregistrering alltså inte äga rum vid det ifrågavarande tillfället (givetvis kan vid ett senare tillfälle läget tänkas vara ett annat).

Utredningen har i kap. 6 och 7 framhållit att börsbolag såväl i samband med inregistreringen som senare bör åläggas att på olika sätt ge allmänheten *information* om sin ekonomiska utveckling. Sådan information är av betydelse för kursbildningen och berör därmed en av börsens viktigaste funktioner. Brott mot informationsplikten bör därför åtminstone i grova fall, t. ex. vid systematiska överträdelser, i och för sig utgöra skäl för avregistrering. Men även här måste frågan om avregistrering bedömas mot bakgrunden av omständigheterna i övrigt. Hänsyn bör alltså tas till aktieägarna, de anställda m. m. En avregistrering får med andra ord ej framstå som olämplig från allmän synpunkt.

Motsvarande betraktelsesätt får tydligen anläggas när andra än hittills nämnda förhållanden föreligger som i och för sig kan anses utgöra skäl för avregistrering, såsom när i fråga om aktiebolag det sammanlagda *egna kapitalet* kraftigt minskats eller *marknadsunderlaget* för aktierna blivit anmärkningsvärt tunt. Ytterligare exempel på omständighet, som i och för sig är anledning till avregistrering, är vederbörande bolags *egen begäran* härom. I vad mån en sådan begäran skall bifallas blir dock, i enlighet med vad ovan sagts, beroende av omständigheterna i övrigt. Det är alltså ej tillräckligt att ta hänsyn till bara det förhållandet att avregistrering begärts (jfr det i 8.1 refererade Boxholmsfallet).

De ovan angivna omständigheterna utgör ej någon uttömmande uppräkning av de fall då det finns anledning överväga avregistrering av aktier. I samtliga fall bör bedömningen i princip tillgå på det sätt som förut sagts.

Det är sannolikt att med den föreslagna ordningen avregistrering av aktier kommer att äga rum framför allt i de fall då det ej längre finns någon nämnvärd marknad i ett bolags aktier, t. ex. när flertalet av dessa förvärvats i och för en fusion. I sådana lägen lär en avregistrering knappast kunna vara olämplig från allmän synpunkt. Utredningens förslag kan sägas huvudsakligen fastställa den praxis som börsstyrelsen sedan länge tillämpat.

De grundsatser för avregistrering av aktier, som utredningen sålunda föreslår, äger sin principiella giltighet också för avregistrering av andra värdepapper, såsom *obligationer o. d.* Men eftersom numera omsättningen av räntebärande obligationer är så koncentrerad till ett begränsat antal institutionella placerare, måste marknadsbegreppet inom denna finansiella sektor i betydande grad uppfattas på annat sätt än när det gäller aktiesidan.

Som framgått kan börsstyrelsen vid avgörande av frågor om avregistrering behöva upplysningar i olika hänseenden rörande vederbörande företag. För närvarande gäller härvidlag 26 § sista punkten börsordningen vari föreskrivs att företag på begäran av börsstyrelsen skall lämna de upplysningar som behövs för notering av företagets värdepapper vid fondbörsen. Något påtryckningsmedel, frånsett just avregistrering, för att förmå ett företag att efterkomma en begäran av nämnda slag, står inte till fondbörsens förfogande. Till följd av att avregistrering enligt utredningens förslag inte får ske om det är olämpligt från allmän synpunkt, bör börsstyrelsen ha tillgång till ett påtryckningsmedel så att den kan få fram tillfredsställande material för sina beslut. Enligt utredningens mening bör därför börsbolag och andra utgivare av inregistrerade värdepapper dels i börslagstiftningen åläggas att lämna börsstyrelsen behövliga upplysningar, dels i inregistreringskontraktet (6.4) åta sig att till fondbörsen utge visst vite vid underlåtenhet att efterkomma upplysningsplikten. Vad nu sagts bör omfatta ej bara avregistreringsfrågor utan alla slags frågor som sammanhänger med värdepappernas handel och notering vid fondbörsen.

Enligt utredningens förslag får börsstyrelsen med bankinspektionens samtycke under vissa förutsättningar uppdra åt sammanslutning av fondkommissionärer att besluta om inregistrering av värdepapper och att ombesörja notering av kurs i fråga om dessa. Utredningen anser att sådan sammanslutning bör tillerkännas rätten att besluta om avregistrering av de värdepapper beträffande vilka den ombesörjer notering. Härvid skall naturligtvis de förut angivna grundsatserna för avregistrering tillämpas. I den mån sammanslutningen ej kan förmå ett företag att lämna de upplysningar som behövs för att avgöra avregistreringsfrågan – eller någon annan fråga som det enligt börslagstiftningen ankommer på sammanslutningen att pröva – får den vända sig till börsstyrelsen som därvid kan begagna sig av det medel som nämnts i föregående stycke.

### 8.3.2 Avbrytande av handel och notering

Fall kan förekomma då börsstyrelsen väl bör kunna framtvinga särskilda åtgärder i fråga om ett visst värdepapper men då avregistrering framstår som olämpligt från allmän synpunkt. Börsstyrelsen bör i vissa situationer kunna använda korrektiv av mildare natur. Härvid avses införande av rätt för börsstyrelsen att för kortare tid förordna om avbrytande av börshandel och notering i fråga om en viss aktie eller annat värdepapper, när det finns särskilda skäl med hänsyn till börsverksamhetens behöriga gång. Sådana särskilda skäl torde hänföra sig väsentligen till intresset av att kurserna tillkommer på ett betryggande sätt. Möjligheter till åtgärder av det slaget finns vid utländska börser, bl. a. i USA och Danmark. Styrelsen för Köpenhamns fondbörs kan sålunda enligt 20 § i 1972 års danska börsordning, när det befinns

"tilrådeligt", suspendera noteringen av ett på kurslistan upptaget värdepapper.

Enligt utredningen skulle avbrytande av nämnda slag i vissa lägen kunna användas dels som påtryckningsmedel, dels för att ge börsen tillfälle att söka klarlägga och komma till rätta med de förhållanden som påverkar kursbildningen. Dessa båda funktioner är delvis sammanflätade med varandra. Såsom enbart påtryckningsmedel torde – eftersom den aktieägande allmänheten kan lida förluster – åtgärden i fråga, eller snarare hot om sådan åtgärd, kunna begagnas bara i mycket liten utsträckning. Av större intresse är sådant förordnande om avbrott i börshandel och notering som meddelas främst för att ge börsstyrelsen tillfälle att undersöka vissa förhållanden av betydelse för kursbildningen. Det är detta spörsmål som utredningen närmast skall behandla. Utgångspunkten för utredningens diskussion är att om börsen skall kunna fullgöra sina uppgifter måste kursbildningen ske under förhållanden som överensstämmer med såväl lag och författning som god affärssed.

Vad angår *börsbolagen* är det av grundläggande betydelse för kursbildningen att aktiemarknadens intressenter i största möjliga utsträckning och på lika villkor får tillgång till de uppgifter rörande företagen som kan påverka bedömningen av dessas ekonomiska ställning och utsikter. Gällande och föreslagna normer för information om bolagen tjänar detta syfte.

Har börsstyrelsen konstaterat att ett börsbolag överträtt en norm på sådant sätt att möjligheterna för allmänheten att värdera aktierna avsevärt försvåras, bör börsstyrelsen kunna ingripa genom att uppmana bolaget att handla i enlighet med normen. I avvaktan på att företaget efterkommer uppmaningen bör börsstyrelsen kunna avbryta börshandel och notering i fråga om de aktuella aktierna. Sådant avbrott har den betydelsen att det dels verkar som påtryckningsmedel mot företaget, dels hindrar att börshandel och notering äger rum under oriktiga förutsättningar. Det torde även förhålla sig så, att blotta vetskapen om att börsstyrelsen kan förordna om börshandelns och noteringens avbrytande är ägnad att främja företagens benägenhet att fullgöra sina skyldigheter.

I föregående stycke utgick utredningen från att börsstyrelsen, före beslutet att avbryta börshandeln och noteringen i fråga om viss aktie, redan övertygat sig om att kvalificerad överträdelse av en viss norm förelåg. Ingripande av ifrågavarande slag bör emellertid kunna ske även när det endast finns anledning till misstanke om att sådan överträdelse har begåtts eller det kan befaras att en överträdelse kommer att ske. Så kan vara fallet bl. a. om i ett visst papper svårbegripliga kursrörelser inträffar eller omsättningsvolymen av okänd orsak kraftigt ökar eller om det uppstått rykte eller, t. ex. i pressen, lämnats annan obekräftad uppgift om en förestående händelse beträffande ett visst bolag och i anslutning härtill häftiga kursrörelser inträffat eller förväntas inträffa. Det kan i ett sådant läge vara önskvärt att börsstyrelsen vänder sig till det berörda företaget för att ge detta tillfälle att yttra sig. Innan yttrandet avgetts bör börsstyrelsen, om den finner det erforderligt för att t. ex. förebygga kursstörningar, kunna förordna om uppehåll i handel och notering.

Utredningen skall härefter beröra sådant förordnande om avbrytande av börshandel och notering som sammanhänger med att *börsmedlemmar eller deras ombud* skulle överträda för dem gällande normer. Börsverksamhetens behöriga gång är beroende av att dessa normer iakttas. De kan vara inskrivna i lag eller författning, eller vara av annat slag, t. ex. yrkesetiska regler och därigenom omfattas av begreppet god affärssed. Brott mot en norm av sålunda angiven art kan snedvrida kursbildningen, kanske framför allt om medlemmen eller ombudet skulle använda sig av förtrolig företagsinformation eller utnyttja sina speciella kunskaper om marknadsläget i en given situation. Kursbildningen skulle även kunna tänkas bli snedvriden till följd av andra åtgärder från börsmedlemmars eller börsombuds sida.

I den mån dylika åtgärder i det enskilda fallet enligt fondbörsens mening strider mot

lag eller författning eller mot god affärssed och överträdelsen kan antas avsevärt påverka kursbildningen på ett eller flera börsföretags aktier, bör börsstyrelsen kunna förordna om avbrytande av handel och notering i dessa aktier. Så bör kunna ske ej bara när en överträdelse konstaterats utan också när blott misstanke därom föreligger eller när det kan befaras att en överträdelse förestår. Skyldighet bör åläggas medlemmar och ombud att lämna börsstyrelsen de upplysningar denna finner erforderliga för fullgörande av sina uppgifter i förevarande och andra hänseenden.

I praktiken torde det bara sällan utan vidare stå klart för börsstyrelsen att viss medlem eller visst ombud brutit eller avser att bryta mot någon norm. Ofta lär det förhålla sig så, att börsstyrelsen endast helt allmänt misstänker att någon i medlems- eller ombudskåren begått eller avser att begå en överträdelse som leder till missvisande kursbildning i något värdepapper. I det läget, när börsstyrelsen sålunda inte har något konkret stöd för misstanke mot någon viss person, bör förordnande om avbrytande av handel och notering likväl kunna meddelas, därest sådan åtgärd anses ägnad att förhindra t. ex. osund spekulation.

Ovan har utredningen behandlat frågan om avbrytande av handel och notering med utgångspunkt från att personer med direkt anknytning till börsen – börsföretagen, medlemmarna och ombuden – brutit eller förmodas ha brutit eller avse att bryta mot någon norm. Utredningen skall nu beröra frågan om dylikt avbrytande till följd av att *person utanför börsen* begått eller förmodas ha begått eller komma att begå något som kan avsevärt inverka på kursbildningen i ett eller flera värdepapper. Ett exempel är om en spekulant använder sig av förtrolig företagsinformation för börsaffärer av större omfattning. Ett annat exempel är om någon för att påverka allmänhetens uppfattning om ett värdepappers värde utsprider rykte som han vet är osant (jfr 49 § 3 i 1919 års lag).

I hithörande fall, där den agerande sålunda antas inte stå under börsens kontroll, kan börsstyrelsen tydligen inte ha några sanktionsmedel eller några möjligheter att avkräva vederbörande upplysningar. Enligt utredningens mening kan det dock vara angeläget att börsstyrelsen i dessa fall ger aktiemarknaden information i allmänna ordalag om att kursbildningen i en aktie kan befaras stå under påverkan av särskilt förhållande, exempelvis visst otillbörligt förfarande. För att ge allmänheten rådrum kan det i en sådan situation vara lämpligt att börsstyrelsen för t. ex. någon dag eller del därav låter avbryta handel och notering i det aktuella papperet.

I framställningen ovan har utredningen för åskådlighetens skull gjort åtskillnad mellan fall som hänför sig till dels börsföretagen, dels börsmedlemmarna och börsombuden, samt dels utanför börsen stående personer. Givetvis kan i verkligheten situationer uppstå, då börsstyrelsen från början ej kan veta inom vilken av dessa kategorier den bör söka anledningen till konstaterade störningar i kursbildningen för visst värdepapper. Också i sådana fall bör börsstyrelsen kunna interimistiskt avbryta handel och notering för att söka reda ut förhållandena samt informera allmänheten.

Som framgått bör enligt utredningen börsstyrelsen kunna meddela beslut om förevarande slag oberoende av om någon, t. ex. börsombud eller börsbolag, ansökt därom. Den omständigheten, att ett bolag självt begär att handel och notering i fråga om dess aktier skall avbrytas, bör ibland kunna vara skäl att besluta härom.

Beslut som här avses bör omedelbart tillkännages för allmänheten och fondkommissionärerna bör särskilt underrättas. I möjligaste mån bör även skälen för besluten offentliggöras. Vad nu sagts gäller såväl förordnande om att avbryta handel och notering som beslut att upphäva sådant förordnande.

Eftersom beslut av förevarande slag är av brådskande natur torde börsstyrelsen få överlåta på börschefen att ensam eller i förening med en eller flera styrelseledamöter handlägga dessa frågor.

Utredningen har ovan föreslagit att sam-

manslutning av fondkommissionärer i viss utsträckning får besluta bl. a. om avregistrering av värdepapper. Med hänsyn härtill bör sådan sammanslutning i motsvarande mån få besluta också i frågor som rör suspension av handel och notering.

Det anförda ger vid handen att förordnande om avbrytande av börshandel och notering avses omfatta visst värdepapper. Sådant förordnande bör skiljas från beslut att avbryta *all* handel och notering vid fondbörsen. I det senare fallet är det fråga om stängning tills vidare av börsen, vilket kan bli aktuellt vid krig och andra onormala förhållanden. Någon närmare reglering härav finns ej i gällande rätt. Visserligen sägs i 28 § andra punkten börsordningen att börsstyrelsen för särskilt fall eller för viss tid kan göra undantag från föreskriften i 28 § första punkten enligt vilken förhandlingar vid fondbörsen skall ske varje helgfri dag utom lördag. Det är dock knappast möjligt att 28 § andra punkten ger stöd för en börsstängning som varar mer än en eller ett par dagar.

Börsstängning är en så betydelsefull åtgärd att beslut härom i princip bör ankomma på Kungl. Maj:t. Under utomordentliga förhållanden bör Kungl. Maj:t få besluta om avbrytande av all handel och notering vid fondbörsen. Är fara i dröjsmål bör sådant beslut få meddelas av börsstyrelsen, som därvid bör samråda med fullmäktige i riksbanken och bankinspektionen. Börsstyrelsens beslut bör dock få omfatta bara en kortare tid, förslagsvis högst en vecka.

Vad nu anförts avses ej utgöra hinder för börsstyrelsen att besluta att börsverksamhet ej skall äga rum t. ex. på viss dag i omedelbar anslutning till helg.

### 8.3.3 Förbud mot viss handel

Avbrytande av handel och notering vid fondbörsen i *visst* värdepapper syftar enligt utredningens förslag väsentligen till att trygga en säker kursbildning. Beslut om sådant förordnande meddelas i lägen då börsstyrelsen vet eller misstänker att ovidkommande faktorer påverkar kursen i visst värdepapper. Det är därför klart att köp och försäljningar, som sker när dylikt beslut gäller, kan vila på felaktiga föreställningar om värdepapperets värde. Risker uppkommer för oinitierade köpare och säljare. Utredningen anser därför att ett förordnande om avbrytande av handel och notering vid fondbörsen i visst värdepapper bör medföra förbud mot handel – såväl vid som utanför börsen – i detta värdepapper, så länge nämnda förordnande gäller. Eftersom det främst är av intresse att motverka yrkesmässig handel, föreslår utredningen att ifrågavarande förbud avser fondkommissionärer. På grund härav är knappast erforderligt att straffbelägga sådant förbud. Överträdelse innebär att fondkommissionär riskerar ingripande från tillsynsmyndighetens sida. I svåra fall kan rätten att utöva fondkommissionsrörelse dras in. Är fondkommissionären börsmedlem riskerar han åtgärder även från fondbörsens sida.

Förbud som nu sagts bör gälla även vid avbrytande av *all* handel och notering vid fondbörsen. Kungl. Maj:t bör dock få förordna annat i det särskilda fallet.

# 9 Handel och notering

## 9.1 *Gällande ordning*

Börsordningens grundläggande regel om handel och notering återfinns i 2 § enligt vilken affärer och noteringar vid fondbörsen får avse endast värdepapper som inregistrerats vid börsen. Denna bestämmelse är riktad till börsstyrelsen. Innebörden är att den handel och notering, som styrelsen enligt andra regler i börsordningen skall administrera på visst sätt, får avse bara i särskild ordning godkända värdepapper, dvs. sådana som blivit föremål för inregistreringsbeslut (och därefter ej avregistrerats). Regler för börsstyrelsen om hur denna handel och notering i stora drag skall tillgå finns i 28–31 §§ börsordningen. Med ledning av dessa regler har börsstyrelsen i ordningsreglerna för börsen utfärdat närmare bestämmelser om tillvägagångssättet vid handel och notering. Dessa bestämmelser är riktade i första hand till börschefen eller börsmedlemmarna. I detta sammanhang bör därjämte erinras om att enligt 10 § börsordningen får köp och försäljning vid fondbörsen ske endast genom börsmedlem eller genom ombud för denne, som godkänts av börsstyrelsen (börsombud). Denna paragraf innehåller alltså också ett direktiv för börsstyrelsen om hur den handel, som styrelsen ansvarar för, skall anordnas.

Av det anförda framgår att enligt de nämnda bestämmelserna i börsordningen skall börsstyrelsen på visst sätt administrera handel och notering i fråga om inregistrerade värdepapper. Någonting därutöver torde ej kunna utläsas ur dessa bestämmelser. De säger alltså ej något om den handel eller den handel i förening med notering, som sker vid fondbörsen – i betydelsen inom fondbörsens lokaler – och vilken administreras av annan än börsstyrelsen. I vad mån sådan verksamhet bör tillåtas äga rum inom fondbörsens lokaler är en fråga om ordningsnatur och får avgöras av den som har dispositionsrätten till lokalerna. Den följande framställningen avser den handel och notering som står under börsstyrelsens ledning.

### 9.1.1 Olika slags börsaffärer

Vid Stockholms fondbörs får förekomma endast s. k. *kassaaffärer* (29 § första stycket börsordningen). Utmärkande för en kassaaffär är att uppgörelse av affären – leverans av värdepapper resp. erläggande av likvid – sker mycket snart efter avslutet. Enligt 31 § börsordningen skall bestämmelser om uppgörelse av börsaffär finnas i fondbörsens ordningsregler. Sedan den 1 januari 1972 gäller i huvudsak följande ordningsregler för uppgörelse av börsaffärer.

I fråga om aktier skall säljaren – dvs. börsmedlem som i fondbörsens protokoll antecknats såsom säljare – när han mottar uppdrag att sälja aktier, förbehålla sig att dessa tillhandahålls i sådan tid och på sådan plats att de senast kl. 11 på andra börsdagen

efter avslutet kan finnas tillgängliga på säljarens kontor i Stockholm. Senast kl. 15 på tredje börsdagen efter avslutet skall säljaren avlämna aktierna till köparen, dvs. börsmedlem som i fondbörsens protokoll antecknats såsom köpare. Denne skall senast kl. 15 på fjärde börsdagen efter avslutet ställa aktierna till förfogande för den på vars uppdrag köpet har skett. Köpeskillingen för aktier skall erläggas till säljaren senast kl. 15 på fjärde börsdagen efter avslutet. För aktier, som utgetts av bolag som tillämpar lagen om förenklad aktiehantering, och för aktier, som förvaras i utlandet eller eljest under speciella omständigheter, gäller vissa särskilda regler vilka dock ej innefattar något avsteg från huvudprincipen om snar uppgörelse.

Vid börsaffär i andra värdepapper än aktier skall enligt ordningsreglerna säljaren, då han mottar säljuppdrag, förbehålla sig att de med uppdraget avsedda värdepapperen tillhandahålls i sådan tid och på sådan plats att de senast kl. 11 på andra börsdagen efter avslutet kan finnas tillgängliga på säljarens kontor i Stockholm. Senast kl. 15 samma dag skall säljaren avlämna värdepapperen till köparen mot att denne erlägger överenskommen betalning. Köparen skall senast kl. 15 på tredje börsdagen efter avslutet ställa värdepapperen till förfogande för den på vars uppdrag köpet skett.

I fråga om uppgörelse av börsaffär innehåller ordningsreglerna därjämte bestämmelser om bl. a. hävningsrätt och skadestånd, för det fall uppgörelse ej rätteligen äger rum.

I anslutning till de anförda reglerna om uppgörelse av börsaffär bör också erinras om bestämmelsen i 31 § första punkten börsordningen. Där föreskrivs att avräkningsnota skall upprättas och avsändas samma dag som avtal träffats. Närmare bestämmelser om avräkningsnota finns i 2 kap. förordningen (1908: 129 s. 1) angående en särskild stämpelavgift vid köp och byte av fondpapper.

Vid en del utländska börser, såsom i London och Paris, förekommer även *terminsaffärer*. Därmed förstås affärer beträffande vilka uppgörelse – leverans resp. likvid – skall ske först vid en viss tidpunkt i framtiden. När köpavtalet ingås behöver alltså köparen ej ha tillgång till det penningbelopp som köpeskillingen uppgår till och säljaren behöver inte förfoga över de värdepapper som avses. I en terminsaffär räknar köparen med att kursen på värdepapperen i fråga skall stiga under tiden fram till uppgörelsedagen. Han kan då sälja värdepapperen med vinst. Säljaren i sin tur räknar med en kursnedgång under terminen. Han kan då i och för leveransen göra ett täckningsköp till lägre pris än som bestämdes vid avtalets ingående.

Under åren före första världskriget förekom i Sverige en betydande, oreglerad terminshandel i värdepapper. Börsordningen medger inte terminsaffärer vid fondbörsen.

Som skäl för terminsaffärer i värdepapper brukar man åberopa att sådan handel är ägnad att utjämna kursrörelserna. En av förutsättningarna för att en terminsbörs skall kunna fungera väl anses vara att en stor daglig marknad föreligger i de papper som är föremål för terminsaffärer och att det finns ett betydande antal börsmedlemmar, som kan delta i handeln. Denna förutsättning saknas i fråga om Stockholms fondbörs, vilket torde vara en anledning till att terminsaffärer där ej tillåts (jfr Algott, a.a. s. 112 f.).

Ett slags mellanform av kassaffär och terminsaffär kan en s. k. *blankningsaffär* (blancoaffär) sägas utgöra, ehuru den till det yttre framstår som kassaaffär. En blankningsaffär är oftast av kortsiktig natur och innebär en spekulation i kursnedgång. Säljaren överlåter aktier till köparen för leverans inom den för en kassaaffär bestämda leveransfristen. Säljaren äger emellertid inte de aktier som överlåts utan han har lånat dem av tredje man. Avsikten är att säljaren senare skall kunna infria sina förpliktelser gentemot tredje man efter att ha köpt samma slags aktier till en lägre kurs. Den svenska börslagstiftningen reglerar inte blankningsaffärer. Något lagligt hinder mot att företa sådana affärer finns inte. Det förekommer otvivelaktigt affärer av det slaget på den svenska aktiemarknaden, ovisst

dock i vilken utsträckning. På New York Stock Exchange, där affärer av detta slag ("short selling") har en betydande omfattning och anses som något normalt, får de utföras till kurs som antingen ligger över närmast föregående betalkurs eller – om denna i sin tur innefattar en uppgångstendens – just angivna betalkurs. Affärerna i fråga motverkar ensidig haussespekulation och anses därför främja en jämnare kursutveckling. För sådana affärer vid börsen i New York gäller vidare bl. a. att de skall anmälas och att börsen för fortlöpande, offentlig statistik över dem. Liknande regler om anmälan gäller även enligt 1972 års danska börslagstiftning.

### 9.1.2 Notering av kurs

För avslut i och kursnotering av inregistrerade värdepapper skall enligt 28 § börsordningen ske förhandlingar vid fondbörsen. Dessa försiggår enligt 29 § första stycket dels som offentliga förhandlingar (upprop), dels som fria förhandlingar mellan börsmedlemmarna (efterbörs). 29 § andra stycket föreskriver att de kurser som noteras vid förhandlingarna omedelbart skall offentliggöras genom anslag i börslokalerna samt att börsstyrelsen i övrigt bestämmer och ombesörjer publicering av kursnoteringarna.

Uppropen sker efter särskilda listor enligt den s. k. auktionsprincipen och leds av en tjänsteman vid fondbörsen, en börssekreterare. Denne uppropar ett värdepapper åt gången. Ett elektriskt markeringssystem används vid uppropen. Så snart ett värdepapper blivit uppropat får börsombuden, såsom det sägs i 15 § ordningsreglerna, "notera" köp- och säljkurser, dvs. den som vill köpa eller sälja skall ange den kurs till vilken han vill förvärva eller avyttra det uppropade papperet. Kurserna utropas av uppropsledaren. Sammanfaller köp- och säljkurser har avslut ägt rum. Avslutet omfattar en börspost, om ej parterna omedelbart anmäler, att det skall omfatta större post eller flera poster. När avslut skett, nämner uppropsledaren och låter i börsprotokollet anteckna den kurs till vilken avslutet ägt rum (betalkurs), parternas namn och postens storlek. Härefter uppropas åter samma värdepapper och när avslut ej längre kommer till stånd, nämner uppropsledaren de kurser till vilka köpare och säljare slutligen kan finnnas, samt vederbörande börsmedlemmars namn och låter i börsprotokollet göra motsvarande anteckningar. På samma sätt sker protokollföringen när vid upprop av värdepapper avslut inte alls kommer till stånd.

De vid upprop protokollförda köp- och säljkurserna är enligt 18 § ordningsreglerna på visst sätt bindande för börsmedlem som noterat dem intill utgången av närmaste uppropspaus eller, om ingen paus vidare förekommer, intill fem minuter efter uppropets slut. Börsmedlemmen är nämligen skyldig att vid anfordran köpa eller sälja en börspost till av honom noterad kurs. Sådant avslut införs – med visst undantag – i börsprotokollet med beteckningen efterkurs. Kan börsmedlem som nu sagts genom börsprotokollet styrka att han träffat avslut i värdepapperet i fråga, är han inte längre bunden av sin notering.

Har börsmedlem mottagit såväl köp- som säljorder i ett och samma värdepapper får han enligt 19 § ordningsreglerna sammanföra dessa order, om det inte strider mot någon uppdragsgivares uttryckliga önskan. En på det sättet avslutad affär kallas inbördes affär. Sådant avslut upphäver inte börsmedlems förut nämnda skyldighet enligt 18 § att under viss tid vara bunden av noterad kurs. I aktier får under upprop inbördes affär avslutas och protokollföras dels till sådan betalkurs som redan noterats, dels, om kursläget förskjutits något sedan uppropet i värdepapperet i fråga ägt rum, till annan kurs såsom efterkurs (jfr Algott, a.a. s. 41). I obligationer samt partial- och förlagsbevis får under upprop inbördes affär avslutas och protokollföras till redan noterad betalkurs.

Efter uppropens avslutande följer efterbörsen då börsombuden under ej närmare reglerade förhandlingar avger sälj- och köpanbud. Enligt 21 § ordningsreglerna åligger det börsmedlem såsom köpare att omedel-

bart för tidsstämpling och införande i börsprotokollet anmäla varje under efterbörs träffat avslut, om det omfattar minst en börspost. Genom protokollföringen noterar fondbörsen de betalkurser som förekommer under efterbörsen.

Från och med år 1973 tillämpas vid fondbörsen – tills vidare och försöksvis – den ordningen att de tolv värdemässigt sett mest omsatta aktierna ropas före övriga värdepapper på aktielistan. Efter det att uppropet i en sådan aktie avklarats, sker beträffande denna en fortlöpande notering under den återstående delen av börsdagen. Detta tillgår så att börsombuden på en särskild tavla allt efter marknadssituationen antecknar sina köp- och säljanbud. Vid börsdagens slut protokollförs genom fondbörsens försorg de då aktuella köp- och säljkurserna. De dagliga slutkurserna i de tolv värdemässigt mest omsatta aktierna noteras alltså av fondbörsen. I fråga om annan aktie noterar fondbörsen i sitt protokoll under efterbörsen endast betalkurser, däremot inte förekommande köp- och säljanbud.

Börsprotokoll skall enligt 7 § ordningsreglerna bestyrkas av protokollföraren. Uppstår tvist om avslut, som intagits i protokollet, äger detta vitsord. Har part vid avslut begått misstag får enligt nämnda paragraf med börschefens medgivande anteckningen om avslutet avföras ur protokollet, om ena parten yrkar det och motparten går med på det. Framställning härom skall ske på särskilt formulär och göras, då fråga är om avslut under uppropet, senast under den paus som infaller näst efter avslutet eller om sådan paus ej vidare förekommer inom fem minuter efter uppropets slut, samt i övriga fall inom fem minuter efter det avslutet protokollfördes.

Enligt 9 § ordningsreglerna omfattar vid fondbörsen noterade aktiekurser, om inte annat tillkännages av uppropsledaren före noteringstillfället, dels den utdelning som vid avslutet ännu ej förfallit till betalning, dels den rätt till teckning av ny aktie eller del i fondemission som vid avslutet åtföljer eller kan komma att åtfölja noterad aktie (jfr SOU 1968: 59 s. 42). Noterade kurser på räntebärande obligationer samt partial- och förlagsbevis omfattar inte upplupen ränta.

Här bör slutligen nämnas att fondbörsen, för att undvika komplikationer vid sådana överlåtelser av premieobligationer som sker kort tid före eller efter vinstutlottningen, avför dessa obligationer från notering från och med tredje börsdagen före dragningen samt återbördar dem till listan från och med den dag – åtta dagar efter dragningsdagen – då officiella dragningslistan finns tillgänglig hos samtliga abonnenter på listan.

### 9.1.3 Courtage

Utredningen har förut påpekat att köp och försäljning av värdepapper vid fondbörsen får ske endast genom börsmedlem eller ombud för denne. För de tjänster börsmedlem härvid utför är han berättigad till viss provision, s. k. courtage.

Det kan nämnas, att i 1972 års danska börslagstiftning har – i motsats till äldre rätt – ej fastställts några courtagesatser. På utländska börser i övrigt finns dock i allmänhet bestämda satser föreskrivna, antingen av myndigheterna eller av börserna.

Enligt 27 § punkt 6 i 1919 års lag skall börsordning innehålla bestämmelser om storleken av den provision börsmedlem äger uppbära på avtal som han för annans räkning sluter vid börsen. I börsordningen för Stockholms fondbörs finns sådana bestämmelser i 30 §.

I denna paragraf föreskrivs att börsmedlem skall av vardera kommittenten ta ut provision på avtal som han sluter för annans räkning vid fondbörsen. Provisionen är för aktier 4,5 promille av köpesumman, för svenska statens räntebärande obligationer en promille av köpesumman, för premieobligationer 2 promille av nominella värdet, för övriga i Sverige utfärdade obligationer en promille av köpesumman, för partial- och förlagsbevis 1,5 promille av köpesummen och för i utlandet utfärdade obligationer 2,5 promille av köpesumman. Vid uppdrag för annan svensk fondkommissionär kan provi-

sionen efter särskild överenskommelse utgå med lägst hälften av den eljest bestämda. Utförs uppdrag för Sveriges riksbank får efter avtal provisionen nedsättas för svenska statens obligationer till en tiondel och för andra obligationer till en femtedel av vad annars skulle ha utgått.

De sålunda fastställda courtagesatserna är bindande för börsmedlemmarna och får varken över- eller underskridas. Bryter medlem häremot riskerar han diciplinär bestraffning enligt 14 § börsordningen. Det kan nämnas att enligt tidigare börsordningar blev börsmedlem, som ej följde provisionsbestämmelserna, skyldig att till fondbörsen erlägga ett vitesbelopp av 1 000 kronor. Veterligen utdömdes aldrig något sådant vite.

Anmärkas bör att börsordningens bestämmelser om courtage gäller endast affärer vid fondbörsen, dvs. avslut som skall införas i börsprotokollet. De fastställda courtagesatserna tillämpas dock även i fråga om andra affärer i inregistrerade värdepapper som börsmedlem medverkat till.

Svenska fondhandlareföreningen har för sina medlemmar bestämt courtagesatser för affärer i värdepapper som inte är inregistrerade vid fondbörsen. För aktier skall courtage utgå med 7 promille på köpeskillingen. Likaså beräknat på köpeskillingen skall courtage utgå med 2 promille för svenska obligationer – i vissa fall får dock courtage utgå enligt för inregistrerade obligationer gällande regler – vidare med 2,5 promille för svenska förlagsbevis och partialbevis, samt med 3/8 procent för utländska obligationer och utländska förlagsbevis. Beträffande emissionsbevis fastställer föreningens styrelse courtagets storlek för varje tillfälle. Därjämte bör påpekas att föreningen bestämt visst minimicourtage för värdepapperstransaktioner, oavsett om det rör sig om inregistrerade värdepapper eller ej. Minsta courtagebelopp för aktier utgör 10 kronor per avräkningsnota om notans belopp ej uppgår till 500 kronor. Uppgår notans belopp till 500 kronor och däröver, utgör minsta courtagebeloppet 20 kronor per avräkningsnota. För emissionsbevis kan lägre minimicourtage fastställas av föreningens styrelse. I fråga om obligationer o. d. utgör minsta courtagebeloppet per avräkningsnota 2 kronor 50 öre om notans belopp ej uppgår till 250 kronor, 5 kronor om notans belopp uppgår till 250 men ej 500 kronor, samt 10 kronor om notans belopp uppgår till 500 kronor och däröver.

Fondhandlareföreningens ovan angivna courtagesatser gäller från och med år 1973. Enligt uppgift täcker minimicourtagen inte börsmedlemmarnas verkliga kostnader i samband med mindre börsaffärer.

Enligt lagen (1956: 245) om uppgiftsskyldighet rörande pris- och konkurrensförhållanden skall överenskommelser av konkurrensbegränsad natur offentligt registreras. Fondhandlareföreningens ifrågavarande bestämmelser finns intagna i det kartellregister som förs av bankinspektionen med stöd av kungörelsen (1956: 519) – ändrad 1965: 11 – med vissa föreskrifter enligt nämnda lag.

### 9.2 *Överväganden och förslag*

Som ovan framgått sker köp och försäljning av värdepapper vid Stockholms fondbörs enligt särskilda regler antingen under uppropen eller på efterbörsen. I det förra fallet sker handeln under ledning av en börstjänsteman, i det senare fallet under fria förhandlingar mellan börsombuden.

I båda fallen är det fråga om avgivande av köp- och säljanbud. Köparen erbjuder sig att köpa och säljaren att sälja ett visst värdepapper för en viss penningsumma. Om enighet kan nås, har ett avtal träffats mellan parterna om överlåtelse av en viss mängd av värdepapperet i fråga till ett bestämt belopp för varje enhet av värdepapperet. Detta belopp protokollförs av en börstjänsteman såsom *betalkurs*, under förutsättning att överlåtelsen omfattar minst en börspost.

I allmänhet träffas under en börsdag flera avtal om överlåtelse i samma slags värdepapper. Allt efter marknadsläget – utbud och efterfrågan – kan betalkursen för ett värdepapper variera. Likaså varierar oftast de under en börsdag avgivna köp- och säljanbuden beträffande ett värdepapper. Genom

fondbörsens försorg protokollförs vissa av de köp- och säljanbud som avser minst en börspost och avges under uppropen eller också, såvitt angår de tolv värdemässigt sett mest omsatta värdepapperen, på efterbörsen. Anbuden i fråga innebär erbjudande att köpa resp. sälja en viss mängd – minst en börspost – av ett värdepapper till ett visst belopp för varje enhet av värdepapperet. Detta belopp utgör papperets *köp-* resp. *säljkurs.*

Endast en del av de under uppropen och efterbörsen förekommande köp- och säljkurserna kommer alltså till synes i *börsprotokollet.* Urvalet sker med tanke på att protokollet, som anslås i börslokalerna och därmed kan delges envar, skall ge en god bild av marknadsläget.

Beträffande uppropen protokollförs under dem slutkurserna, dvs. de köp- och säljkurser som föreligger när för varje särskilt papper uppropet av detta avslutas; förekommande avslut i papperet har alltså dessförinnan protokollförts. Protokollföringen av köp- och säljkurser har därjämte den juridiska betydelsen att de anbud till vilka de hänför sig är i viss utsträckning bindande för den som avgett anbudet.

Vad angår efterbörsen sker protokollföring av köp- och säljkurser bara med avseende på de tolv värdemässigt sett mest omsatta värdepapperen. Genom fondbörsens försorg protokollförs, såsom påpekats i 9.1.2, de vid börsdagens slut föreliggande köp- och säljkurserna. Denna protokollföring har inte någon juridisk betydelse utan äger rum enbart med hänsyn till intresset att ge en kompletterande bild av marknadsläget. Genom börsombudens försorg görs under hela efterbörsen rörande nämnda tolv värdepapper fortlöpande anteckningar om köp- och säljkurser på en särskild tavla. Dessa är, så länge de återfinns på tavlan, att betrakta som bindande offerter. Anteckningarna fyller vidare den uppgiften att de under efterbörsen ger en aktuell bild av marknadsläget. Dessa anteckningar ingår dock ej i börsprotokollet, även om de sker med börsstyrelsens tillstånd.

Samtliga förekommande betalkurser, både under uppropen och på efterbörsen, skall föras in i börsprotokollet. Här har intagandet i protokollet dels betydelse såsom bevisning för gjorda avslut, dels betydelse för bedömning av marknadsläget. Det bör påpekas att införande i börsprotokollet av efterbörsens betalkurser är beroende av att köparen fullgör sin skyldighet att till protokollföraren anmäla träffat avslut.

De i börsprotokollet upptagna kurserna utgör primärmaterial för de tryckta listor som fondbörsen producerar och distribuerar. Såvitt avser aktier och premieobligationer vinner listorna allmän spridning, främst därigenom att landets dagliga tidningar trycker av dem. Dock bör uppmärksammas att ej samtliga de i protokollet upptagna kurserna återfinns i de tryckta listorna. Även vid överförandet av kursuppgifter från protokollet till listorna sker ett urval. Härvid tas hänsyn till endast intresset att ge en överskådlig bild av marknadsläget. Aktielistan upptar sålunda dels dagens högsta och lägsta betalkurser under såväl uppropen som efterbörsen, dels dagens sista betalkurs och dels de i protokollet antecknade köp- och säljkurserna från uppropen.

Genom den ovan lämnade redogörelsen har utredningen försökt klarlägga begreppet kurs. Utredningen övergår nu till att granska begreppet *notering* (notera).

För närvarande används i den svenska börsterminologien begreppet notering i åtminstone tre olika bemärkelser. Till en början kan erinras om användningen av ordet notera i betydelsen avge köp- och säljanbud. I 15 § ordningsreglerna sägs sålunda, såsom förut påpekats, att "börsombuden notera köp- och säljkurser". Vidare begagnas ordet notering för att beteckna fastställande av kurs. Därvid avses att fondbörsen genom protokollsanteckning eller eljest officiellt konstaterar att vissa kurser förekommit under förhandlingarna. Därutöver används uttrycket noterat eller börsnoterat värdepapper för att ange att värdepapperet i fråga är inregistrerat vid fondbörsen. I det sammanhanget kan hänvisas till 27 § börsordningen vari föreskrivs att börspapper under vissa förutsättningar skall "avföras från notering

vid fondbörsen", dvs. avregistreras.

Enligt utredningens mening bör uttrycket notering i de nya börsreglerna ta sikte på endast kursfastställelse. Notering av kurs bör alltså innebära fondbörsens konstaterande av de köp-, sälj- och betalkurser som förekommit i samband med börshandel. Sådant konstaterande bör äga rum i viss form, lämpligen genom protokollsanteckning. Notering av kurs bör med andra ord ske genom att i protokollet för varje värdepapper inskrivs förekommande köp-, sälj- och betalkurser.

En särskild fråga är om dylik notering bör ske av alla eller blott vissa av de kurser som förekommit under börshandeln. Svaret på den frågan blir givetvis beroende av syftet med noteringen.

Med tanke på börsens allmänna funktion i det ekonomiska livet, måste noteringen under alla förhållanden syfta till att ge en god bild av marknadsläget. Det bör därför åligga den som ombesörjer noteringen att från nämnda utgångspunkt utvälja relevanta kurser, t. ex. de kurser som enligt nuvarande ordning protokollförs. Närmare bestämt vilka kurser, som sålunda bör noteras, kan överlämnas åt den som sköter noteringen – börsstyrelsen eller sammanslutning av svenska fondkommissionärer – att avgöra. Härför behövs ej några detaljerade föreskrifter av författningsmässig natur. Detsamma gäller frågan om vilka noteringar som därefter bör inflyta i en för vidare spridning avsedd, tryckt kurslista av det slag som fondbörsen nu utger.

Såsom ovan påpekats har för närvarande protokollföring av kurs viss rättslig betydelse, dels i bevishänseende, dels med avseende på parts bundenhet vid lämnat anbud. I likhet med gällande ordning bör ej heller den nya börslagstiftningen innehålla särskilda regler härutinnan. Sedvänja och praxis får här vara normerande, i den mån icke börsstyrelsen meddelar speciella föreskrifter.

För att förebygga eventuella missförstånd vill utredningen understryka att den kursnotering varom ovan talats ej innebär att den som ombesörjer noteringen framräknar eller eljest bestämmer den kurs till vilken börshandel i ett värdepapper skall äga rum. Tvärtom är det så att den som noterar har att utgå från den eller de kurser som redan har förekommit. Det är alltså ej alls fråga om att, såsom vid börser i Västtyskland, på grundval av aktuella köp- och säljorder i ett visst värdepapper bestämma den kurs till vilken så många order som möjligt kan utföras (Einheitskurs).

Såsom framgått är börshandel och notering av kurs företeelser som sammanhänger med varandra. Ovan har utredningen angett vissa riktlinjer för noteringen. Vad angår börshandelns former kan först erinras om att den enligt nuvarande ordning äger rum under antingen uppropen eller efterbörsen. Ingenting motsäger uppfattningen att dessa möjligheter bör finnas även i fortsättningen. Det bör tillkomma börsstyrelsen att bestämma, oberoende av vem som handhar noteringen, i vad mån handel skall ske vid upprop eller annorledes. Det är t. ex. möjligt att i framtiden börshandeln kommer att försiggå med datatekniska hjälpmedel så att börsombudens personliga inställelse i börslokalerna ej längre behövs. Den nya lagstiftningen bör öppna möjlighet till också sådan ordning för handel vid fondbörsen, liksom för notering i samband därmed.

Beträffande de slags affärer som bör få förekomma på börsen, anser utredningen att man liksom nu är fallet får begränsa sig till kassaaffärer och att börsstyrelsen får fullmakt att utfärda bestämmelser om uppgörelse av avtalade affärer. Som tidigare sagts är det organisatoriska underlaget för närvarande för litet för inrättande av en terminsbörs vid Stockholms fondbörs. Vad gäller blankningsaffärer kommer utredningen att i ett följande betänkande behandla detta ämne i anslutning till genomgången av reglerna om fondkommissionsrörelse.

Utredningen har ovan lämnat vissa riktlinjer för protokollföring av olika kurser som förekommit vid upprop eller andra börsförhandlingar, dvs. "vid fondbörsen". I samband därmed har åberopats bl. a. intresset av att allmänheten får en god bild av marknads-

läget. För bedömningen härav är också uppgifter om antalet vid fondbörsen omsatta värdepapper av vikt. Sådana uppgifter publiceras jämte kursnoteringarna. Av betydelse för en bedömning av marknadsläget är emellertid vidare den handel i inregistrerade värdepapper som äger rum utanför fondbörsen, dvs. vid sidan av upprop eller andra börsförhandlingar.

Sådana garantier bör skapas att allmänheten verkligen får reda på de affärer som förekommit i inregistrerade värdepapper, oavsett om affärerna skett vid eller utanför fondbörsen. Utredningen har funnit att för det ändamålet börsmedlemmarna bör åläggas viss *rapporteringsskyldighet* beträffande sina affärer i inregistrerade värdepapper.

Börsmedlemmarna är för närvarande inte skyldiga att till fondbörsen rapportera avslut i inregistrerade värdepapper, om affärer sker utom börstid. Genom att t. ex. förlägga en affär – här avses endast affärer omfattande minst en börspost – till strax efter börsens stängning kan alltså en börsmedlem lämna marknaden utan vetskap om affären. Det är önskvärt att börsmedlemmarna i större utsträckning än för närvarande åläggs att tillhandahålla allmänheten uppgifter angående sin affärsaktivitet i inregistrerade värdepapper.

Utredningen föreslår därför att börsmedlem i den ordning börsstyrelsen bestämmer genast skall till fondbörsen anmäla alla avslut i inregistrerade värdepapper, omfattande minst en börspost, som han för egen eller annans räkning medverkat till antingen vid eller utanför fondbörsen. Sådan anmälan skall innehålla uppgift om dagen för avslutet, föremålet för överlåtelsen samt kursen. Det bör åligga börsstyrelsen tillse att en sammanställning av gjorda anmälningar på lämpligt sätt görs i och för publicering. Härvid bör börsstyrelsen främst beakta, att endast sådana uppgifter publiceras som är ägnade att ytterligare öka möjligheterna att göra en riktig bedömning av marknadsläget. Samtliga inkomna anmälningar torde därför inte behöva vidarebefordras till offentligheten. Somliga värdepappersaffärer kan nämligen innefatta sådana särskilda villkor att allmänheten skulle kunna bli vilseledd av t. ex. den kurs som avtalats i en viss affär. Undantagsvis kan kanske även förekomma fall då part har ett berättigat intresse att ej omedelbart få sin affär offentliggjord. Huvudregeln bör dock vara att börsstyrelsen offentliggör gjorda anmälningar. Undantag härifrån bör alltså ske endast om publiceringen skulle kunna medföra felaktiga slutsatser om marknadsläget eller om annat särskilt skäl föreligger. Understrykas bör att det är börsstyrelsen som avgör om publicering skall ske eller ej. Börsmedlemmen är enligt förslaget alltid skyldig att rapportera till börsstyrelsen. Bryter medlem eller ombud mot rapporteringsskyldighet, bör detta kunna medföra disciplinär bestraffning.

Det kan väl inte helt uteslutas att en rapporteringsskyldighet av angivet slag medför att vissa parter för att undvika offentlighet i sina affärer ej vänder sig till en börsmedlem utan i stället till någon annan förmedlare. Viss risk föreligger kanske att det växer fram en ny typ av sådan ej närmare reglerad mäklarverksamhet. Detta är givetvis ej önskvärt. Utredningen återkommer till frågan i betänkandet om fondkommisionsrörelse. Nämnda risk kan dock ej få hindra utredningen att nu föreslå ifrågavarande rapporteringsskyldighet.

Beträffande *courtage* har utredningen funnit anledning att särskilt ta upp frågan huruvida provisionens storlek vid börsaffärer bör vara reglerad i författning eller ej.

I *bilaga 5* finns redogörelse med statistiska uppgifter om marknads-, konkurrens- och resultatförhållanden inom den svenska fondkommissionärshandeln. På grundval av sålunda redovisat material vill utredningen anföra följande i courtagefrågan.

Courtagesatserna har inte höjts sedan år 1967 och trots en kostnadsökning har börsmedlemmarna ännu inte begärt ytterligare höjningar. Detta tyder på att lönsamheten är tillfredsställande för medlemskåren som helhet betraktad.

Det förhållandet att lönsamheten behållits eller ökat trots ökande kostnader torde

direkt och indirekt bero på att omsättningen har kunnat ökas mycket kraftigt sedan år 1967. Omsättningsökningen kan till viss del hänföras till den fortgående trendmässiga kursstegringen och den ökande genomsnittliga transaktionsstorleken. Därmed ökar courtageintäkterna direkt utan att större resurser behöver tas i anspråk. Resterande del av omsättningsökningen kan hänföras till ökning av antalet transaktioner. Det har säkerligen funnits möjligheter att realisera vissa resursbesparande stordriftsfördelar som dämpat kostnadsstegringarnas inverkan på lönsamheten.

Differentieras bilden till en jämförelse mellan banker och mäklare framstår tendenserna tydligare. Som framgår av bilaga 5 har mäklarna tillgodogjort sig nästan hela den förmånliga direkta omsättningseffekten i form av ökad transaktionsstorlek. Bankerna har däremot fått vidkännas en minskad transaktionsstorlek vilket kan ha medfört en press på lönsamheten.

Av bilaga 5 framgår vidare att de små affärerna i största utsträckning förmedlas genom bankerna medan mäklarna har en mycket liten andel transaktioner som beläggs med minimicourtage. Tillgängliga uppgifter tyder på att omkostnaderna även för en mindre transaktion skulle uppgå till 30–40 kronor medan intäkterna för ett betydande antal av dessa affärer skulle vara lägre än 30 kronor. Det skulle således innebära att bankerna gör förluster på de små transaktionerna medan både banker och mäklare gör vinster på de stora affärerna. Bankernas verksamhet som förmedlare av aktieaffärer skulle sålunda inbringa intäkter som endast nätt och jämnt täcker kostnaderna. Mäklarna däremot skulle ha en god lönsamhet.

Nämnda skillnad mellan banker och mäklare i fråga om transaktionernas art torde sammanhänga med vissa institutionella faktorer. Exempelvis har mäklarna i motsats till bankerna inte kontorsnät över hela landet. Mäklarna har därför de facto inte möjlighet att åta sig mindre affärer i samma utsträckning som bankerna. Vidare har ej bankerna men väl mäklarna rätt att göra aktieaffärer för egen räkning. Detta möjliggör för mäklarna att erbjuda en bättre service än bankerna. Mäklarna kan således i motsats till bankerna vid behov successivt köpa upp aktier för att sedan kunna i en enda post förmedla dem till någon större placerare, t. ex. ett försäkringsbolag. En mäklare kan vidare, t. ex. om en kund vill samtidigt köpa vissa aktier och sälja andra, gå kunden till mötes genom att själv förvärva de senare aktierna därest beträffande dessa för tillfället ingen annan köpare finns.

Vad ovan anförts innebär att bankerna till skillnad från mäklarna framdeles skulle kunna anse sig ha behov av att på ett eller annat sätt kompensera sig för småaffärerna. Den fördubbling av minimicourtaget, som trädde i kraft från och med år 1973, har visserligen betydelse för bankerna på grund av deras höga andel minimicourtagenotor men kommer sannolikt inte att påverka mäklarnas courtageintäkter. Effekten på bankernas courtageintäkter blir dock begränsad till cirka 20 procent vilket motsvarar 2–3 års lönekostnadsökningar. Det synes med andra ord vara en tillfällig lösning.

För bankernas vidkommande skulle det alltså kunna föreligga företagsekonomiskt betingade motiv att ytterligare höja minimicourtaget. En sådan åtgärd skulle emellertid i hög grad försvåra för spararna att göra placeringar i aktier och andra värdepapper. Ett viktigt sparalternativ för allmänheten kan sålunda bli nära nog illusoriskt. Från allmän synpunkt får det anses betydelsefullt inte bara att en verklig möjlighet till sparande genom köp av aktier o. d. står öppen för envar utan även att daglig handel förekommer i inregistrerade värdepapper. Det föreligger följaktligen ett allmänt intresse av att bankerna åtar sig att ombesörja de mindre värdepappersaffärerna. Även om denna verksamhet i och för sig går med en förlust som ej helt kan täckas genom vinst på de större transaktionerna kan man förvänta sig att bankerna är villiga att ta hand om de små transaktionerna, dels med hänsyn till att dessa transaktioner kan tillföra bankerna kunder i andra sammanhang och dels med

tanke på att värdepappershandeln gagnar de företag som bankerna betjänar. I samband härmed vill utredningen rikta uppmärksamheten på att det kan finnas utrymme för generella rationaliseringsåtgärder inom värdepappershandeln. Härvid kan exempelvis nämnas att det bör vara möjligt att åtminstone i fråga om VPC-anslutna aktier finna förenklade former för notariatförvaltning. Tonvikten skulle nämligen härutinnan kunna läggas på förande av värdepapperskonton och man skulle därigenom komma ifrån en till värdepapperen bunden redovisning av varje särskilt aktieinnehav (angående rationaliseringsmöjligheter, se SOU 1968:59 s. 119). I förevarande sammanhang kan vidare påpekas att en omläggning i någon form av reglerna om fondstämpel skulle kunna betyda stora administrativa förenklingar inom banksystemet där redovisningen av fondstämpeluppbörden leder till tyngande rutiner.

Vad härefter angår övriga värdepappersaffärer – de större transaktionerna – skulle man i frågan om courtagereglering eller ej kunna resonera efter olika linjer.

En möjlighet kunde vara att hävda att priskonkurrens mellan de relativt fåtaliga börsmedlemmarna är en orealistisk tanke. Det skulle alltså råda fåtalskonkurrens med undvikande av prisförändringar. Redan på grund härav skulle kunna påstås att courtagesatserna borde vara föremål för reglering.

Å andra sidan skulle kunna göras gällande, att ehuru börsmedlemmarna är fåtaliga det vore möjligt att åstadkomma priskonkurrens i viss utsträckning dem emellan. Denna omständighet skulle i och för sig kunna anses utgöra ett skäl för att inte ha någon courtagereglering beträffande de större transaktionerna. Dock skulle häremot vissa andra omständigheter kunna anföras på grund av vilka en courtagereglering ändå framstod som lämpligast. Man skulle kunna peka på att konkurrensförhållandena är olika för banker och mäklare – inte minst till följd av rätten för de senare att göra affärer för egen räkning – samt att därför en möjlighet till konkurrens beträffande courtaget skulle innebära ett alltför ensidigt gynnande av ena parten. Med en sådan invändning förbises dock att en mäklare, när han gör värdepappersaffärer för egen räkning, kan använda priset på värdepapperet som konkurrensmedel i stället för courtaget. Därigenom kan effekten av en courtagereglering minska i ej ringa mån. Ett annat skäl för courtagereglering oaktat man förutsätter att viss konkurrens är möjlig mellan börsmedlemmarna, skulle kunna vara det förhållandet att en ogynnsam kostnads- och omsättningsutveckling inom värdepappershandeln vore ägnad att leda till ej önskvärda prisöverenskommelser av kartelliknande slag mellan börsmedlemmarna.

Sammanfattningsvis kan sägas att i varje fall så länge villkoren i viktiga hänseenden i fråga om konkurrens är olika mellan börsmedlemmarna, finns enligt utredningens mening ej skäl att frångå den nuvarande principen om författningsmässig reglering av courtagesatserna. Vissa modifikationer bör dock redan nu göras i gällande ordning. Det bör sålunda överlämnas åt bankinspektionen att bestämma de courtagesatser som börsmedlem skall tillämpa i affärer med värdepapper som är inregistrerade vid fondbörsen. Inspektionen bör även tillse att de publiceras på lämpligt sätt. Regleringen bör vidare avse *alla* av börsmedlem förmedlade affärer i sådana värdepapper, oavsett om de sker vid eller utanför fondbörsen. Härigenom vinner man framför allt att allmänheten bereds skydd mot obefogat betungande kostnader i samband med de små värdepappersaffärerna.

Utredningen vill framhålla att man bör sträva efter att undan för undan utjämna skillnaden i konkurrensvillkoren mellan å ena sidan bankerna och å andra sidan mäklarna. Som framgått är en viktig punkt därvidlag frågan om likställighet mellan banker och mäklare beträffande rätt att köpa aktier för egen räkning. Denna fråga behandlar utredningen i sitt nästa betänkande. Det kan i samband därmed bli anledning att ompröva den ovan föreslagna ordningen för courtagereglering som därför bör betraktas som ett provisorium.

# 10 Börsauktioner

Den 20 december 1862 utfärdade Kungl. Maj:t det första reglementet för auktioner till försäljning av obligationer, lottbrev och aktier m. m. på "Stockholms Börs". I februari 1863 ägde den första auktionen rum enligt detta reglemente och man brukar anse att Stockholms fondbörs började sin verksamhet vid denna tidpunkt. Börsauktionerna kunde dock ej fylla uppgiften att vara en effektiv form för omsättning av värdepapper. En verklig fondbörs – med handel och notering efter mera moderna principer – blev Stockholmsbörsen år 1901. Den 1 oktober det året började man tillämpa de ordningsregler för fondbörsen i Stockholm som den 14 augusti samma år fastställts av stadens handels- och sjöfartsnämnd. Denna myndighet hade – såsom påpekats i avsnitt 4.3 – sedan år 1867 varit börsens huvudman.

De börsauktioner som förekom under fondbörsens första årtionden har föga gemensamt med de börsauktioner som det enligt nuvarande lagstiftning åligger fondbörsen att anordna. De senare är inte avsedda såsom ett gängse sätt för omsättning av värdepapper utan har ett mera begränsat syfte därigenom att de är tänkta att äga rum endast i vissa speciella fall.

## 10.1 *Gällande ordning*

Enligt 56 § i 1919 års lag skall i kommun med fondbörs de åligganden beträffande försäljning på offentlig auktion av fondpapper, som enligt särskilda författningar tillkommer av kommunens handels- och sjöfartsnämnd utsedd mäklare, ombesörjas av person som fondbörsens styrelse därtill förordnar.

Tillkomsten av denna paragraf sammanhänger med den alltjämt gällande Kungl. förordningen (1914: 299) om vad vid försäljning av värdepapper i vissa fall skall iakttagas (ang. ändring se SFS 1921: 573). I förordningen avses försäljning av aktier och obligationer som på grund av föreskrift i lag eller författning skall säljas på offentlig auktion. Försäljningen skall i stad, där särskild av stadens handels- och sjöfartsnämnd antagen mäklare finns, äga rum på auktion som av sådan mäklare förrättas på stadens börs eller, där det inte finns börs, på annat lämpligt ställe i staden. Finns i staden särskild fondbörs, skall auktionen förrättas av mäklare, som av handels- och sjöfartsnämnden särskilt antagits till fondmäklare, och äga rum på sådan tid att deltagarna i fondbörsen kan förväntas komma tillstädes. I förordningen erinras vidare om att särskilt är stadgat angående försäljning av utmätta värdepapper. Förordningen rör således inte sådan försäljning.

Eftersom auktioner av det slag som avses i förordningen skulle äga rum på fondbörs, där sådan fanns, var det enligt fondhandelsutredningen (s. 126) riktigast att deras hållande blev en angelägenhet för vederbörande

fondbörsstyrelse. Med anledning härav föreslog fondhandelsutredningen en bestämmelse av det innehåll 56 § i 1919 års lag har. Härigenom har fastslagits, ej bara för Stockholms vidkommande utan i fråga om varje kommun, där fondbörs kan bli inrättad, skyldighet för börsstyrelse att sörja för att behörig förrättare av auktioner av ifrågavarande slag finns att tillgå.

Med mäklare avses i 1914 års förordning sådan som har utsetts med stöd av Kungl. Maj:ts förnyade mäklareordning (1893: 51 s. 1), vilken fortfarande formellt är i kraft. Enligt 1 § mäklareordningen får mäklare i städerna antas för att, när de blir anlitade därtill, biträda vid köp och försäljning av varor, fartyg eller andelar däri, växlar och andra värdepapper samt vid uppgörande av avtal om försträckning, hyra, arrende och försäkring ävensom av andra likartade avtal. I 8 § förbjuds mäklare bl. a. att idka handel med växlar eller andra värdepapper, varor eller annat eller att delta i sådan handelsrörelse, vare sig omedelbart eller med begagnande av annan persons namn.

I kommun med fondbörs – dvs. enbart Stockholm – skall alltså en av börsstyrelsen förordnad person i stället för en mäklare ombesörja försäljning av aktier och obligationer vilka på grund av föreskrift i lag eller författning annars skall säljas på en av mäklare förrättad offentlig auktion. Såvitt utredningen har kunnat finna förekommer sådana föreskrifter, som sålunda kan föranleda börsauktion, på följande ställen.

Först kan nämnas 3 § lagen (1934: 239) om bulvanförhållande i fråga om aktier i vissa bolag, vidare – i samband med sammanläggning av aktier – 222 § 2 mom. lagen (1944: 705) om aktiebolag och 334 § 2 mom. lagen (1948: 433) om försäkringsrörelse. I dessa lagrum föreskrivs för där avsedda fall försäljning på offentlig auktion i den ordning varom stadgas i 1914 års förordning. Enligt bulvanlagen får dock, om skäl därtill visas, överexekutor på begäran medge försäljning i annan ordning. Försäljning av aktier på offentlig auktion skall enligt bulvanlagen efter överexekutors bestämmande äga rum i Stockholm eller annan stad där särskild av stadens handels- och sjöfartsnämnd antagen mäklare finns.

Vidare bör 11 § lagen (1949: 722) om pantlånerörelse uppmärksammas. Paragrafen handlar om pantförsäljning, när lån har förfallit till betalning. Bl. a. gäller att försäljning inte får ske annorledes än på offentlig auktion i den ort där pantsättningen ägt rum eller, när panten är fondbörsnoterat värdepapper, genom fondkommissionär till gällande börspris. Härav följer att försäljning av pant, som utgörs av icke fondbörsnoterat värdepapper, skall ske på offentlig auktion. I 13 § lagen ges dock länsstyrelsen möjlighet att, då särskilda skäl föreligger, medge undantag från nämnda bestämmelser.

Även reglerna om pantrealisation i 10 kap. 2 § handelsbalken synes – ehuru fallet är opraktiskt – kunna medföra börsauktion. Under vissa förutsättningar kan nämligen enligt det lagrummet pant försäljas på offentlig auktion. Handelsbalkens ifrågavarande regler är dock föråldrade och tillämpas aldrig. För att undvika det omständliga förfarandet enligt handelsbalken brukar panthavare, i fråga om aktier och obligationer, förbehålla sig rätt att i stället få realisera förfallen pant genom försäljning på offentlig auktion eller på fondbörs. Förbehåll att på annat sätt sälja pant förutsätter avtal i särskild form enligt 2 § lagen (1919: 242) med vissa bestämmelser om rätt att förfoga över annan tillhöriga fondpapper. I förarbetena till nämnda lag uttalas, att realisation genom försäljning på offentlig auktion eller, där fråga är om börsnoterade värdepapper, på fondbörs, torde innefatta goda garantier för att pantägarens intressen tillvaratas (fondhandelsutredningen s. 131 f).

Skall pantsatta värdepapper på grund av förbehåll som ovan sagts försäljas på offentlig auktion, torde detta förhållande inte medföra att börsauktion måste hållas. Eftersom försäljningen inte på grund av föreskrift i lag eller författning, utan på grund av avtal, skall ske på offentlig auktion, är nämligen enligt sin ordalydelse 1914 års förordning och 56 § i börslagen ej tillämpliga i sådant

fall. Möjligen var läget ett annat intill utgången av år 1972, då den kommunala ensamrätten till auktionsverksamhet definitivt upphörde, se 4 § lagen (1969: 780) med anledning av införande av enhetlig kommunbeteckning m. m. Det förutvarande auktionsmonopolet grundades på vissa äldre författningar (se H. Strömberg, Om rättsförhållandet mellan offentliga anstalter och deras nyttjare, Lund 1949, s. 87). Med hänsyn härtill kunde kanske hävdas att försäljning av värdepapper även i nyss berörda fall på grund av föreskrift i författning skulle ske på offentlig auktion. Det finns dock knappast anledning för utredningen att närmare undersöka denna rättsfråga.

Härutöver får emellertid utredningen anföra följande.

Hos Stockholms auktionsverk hölls under auktionsmonopolets tid vid åtskilliga tillfällen auktion på icke börsnoterade aktier, och man är från ingången av år 1973 beredd att när som helst anordna aktieauktioner i den mån inte enligt uttrycklig författningsföreskrift börsauktion är obligatorisk. Vidare har sedan lång tid Stockholms fondbörs haft den praxis, att börsauktion ej vägrats när hemställan gjorts om försäljning i sådan ordning av icke börsinregistrerade aktier som enligt pantförskrivningsavtalet får säljas endast på offentlig auktion eller "på fondbörs"; både långivare och låntagare torde sålunda i samband med pantförskrivningen av aktierna ofta ha varit inställda på att panten, i händelse lånet skulle komma att bli nödlidande, borde säljas på börsauktion. Möjligen kan man för dessa fall tala om ett slags sedvanerätt. Frekvensen av sådana börsauktioner har dock under senare år starkt nedgått, sannolikt främst som en följd av det kostnadskrävande kungörelseförfarandet.

Vad härefter angår utmätta värdepapper kan till en början erinras om 5 kap. 89 § utsökningslagen (1877: 31 s. 1), vari sägs att försäljning av utmätt lös egendom skall ske på offentlig auktion utom i fall som avses i 96 a § samma lag. Enligt den senare paragrafen kan – med visst undantag – försäljningen ske under hand i stället för på auktion, om det är sannolikt att avsevärt högre köpeskilling kan uppnås därigenom. Vidare får beaktas 79 § andra stycket utsökningskungörelsen (1971: 1098). Där sägs att utmätta aktier eller obligationer får säljas genom fondkommissionär eller genom mäklare som är antagen av handels- och sjöfartsnämnd. Enligt 80 § kungörelsen skall fondkommissionär eller mäklare, som får i uppdrag att sälja egendom, åläggas att följa föreskrifterna om utmätt egendoms försäljning i 5 kap. utsökningslagen och de föreskrifter som utmätningsmannen meddelar beträffande uppdraget. Sålunda angivna utsökningsregler torde alltså, med hänsyn till 56 § i 1919 års lag, kunna föranleda hållande av börsauktion.

Utredningen övergår härefter till att redogöra för de bestämmelser om börsauktioner som finns i börsordningen och ordningsreglerna för Stockholms fondbörs.

Börsordningens regler finns i 32–34 §§. Dessa rör framför allt de avgifter som utgår vid börsauktion. Detta förhållande sammanhänger med att enligt 27 § 7 i 1919 års lag skall börsordning obligatoriskt innehålla bestämmelser "om de grunder, enligt vilka avgift skall erläggas för offentlig auktion å fondpapper, som å börsen förrättas på grund av börsstyrelsens jämlikt 56 § meddelade förordnande".

Börsauktion skall förrättas av börschefen eller den han förordnar. Avgiften för värdepapper som säljs vid börsauktion skall betalas av säljaren och är för aktier och utländska obligationer 3 promille samt för andra värdepapper 2 promille av köpesumman, dock sammanlagt minst 50 kronor för samtliga poster som sålts av samma säljare. En tredjedel av avgiften vid försäljning av aktier och hälften vid försäljning av annat värdepapper tillfaller Stockholms kommun, återstoden av avgiften går till fondbörsen. Börsstyrelsen får besluta att avgiften vid större auktion skall nedsättas. Avgiften liksom kostnaderna för auktionens kungörande och för stämpel till avräkningsnota utgår ur köpesumman. Räcker inte denna, skall säljaren betala skillnaden. Återtas anmälan om försäljning

innan auktionen ägt rum eller kommer försäljning inte till stånd, skall den som begärt försäljningen betala en avgift av 50 kronor till fondbörsen och ersätta börsen för kungörelsekostnader.

I ordningsreglerna finns bestämmelser om börsauktion i 23–29 §§.

Det föreskrivs att börsauktion får hållas för försäljning av antingen sådana värdepapper, som blivit utmätta "eller som eljest på grund av lag eller författning icke få säljas annorledes än å offentlig auktion". Framställning om börsauktion skall göras hos börschefen. Kungörelse om auktionen skall genom börschefens försorg anslås i börslokalerna och tas in i den tidning i vilken "Överståthållarämbetets" kungörelser införs. Börsauktion skall hållas i börsens uppropssal på tid som bestäms av börschefen. Denne skall därvid ta hänsyn särskilt till börsmedlemmarnas möjligheter att närvara vid auktionen. Värdepapper får på börsauktion i allmänhet inte utbjudas i större poster än till ett beräknat marknadsvärde av högst 20 000 kronor per post. Värdepapper av olika slag eller värdepapper, som av olika personer anmälts till försäljning på samma dag, får inte utbjudas i ett utrop. Därjämte innehåller ordningsreglerna föreskrifter om erläggande av handpenning och köpeskilling samt om redovisning av influtna medel.

Frekvensen av börsauktioner har, såsom redan antytts, under senare år varit låg. Under åren från och med 1956 till och med 1972, den undersökta perioden, har hållits sammanlagt 20 auktioner. De flesta av dessa har avsett utmätta värdepapper och hänför sig till tiden före år 1965. Nedgången därefter torde sammanhänga med att kungörelsen (1964: 846) med vissa bestämmelser om handläggning hos utmätningsman – som trädde i kraft den 1 januari 1965 – i 49 § tredje stycket öppnade möjlighet att sälja utmätta aktier och obligationer genom fondkommissionär (nämnda kungörelse har numera ersatts av ovan berörda utsökningskungörelse av år 1971). Börsauktion avseende utmätta värdepapper ägde rum senast år 1965.

Vad angår börsauktion på grund av 222 § 2 mom. aktiebolagslagen har sådan under perioden 1956–1972 hållits tre gånger, senast år 1962. Börsauktion enligt 3 § bulvanlagen, 334 § 2 mom. lagen om försäkringsrörelse och 11 § lagen om pantlånerörelse har under angiven period inte förekommit någon gång.

### 10.2 *Överväganden och förslag*

Bestämmelsen om börsauktion i 56 § 1919 års lag synes ha tillkommit bl. a. därför att man i vissa fall ansåg det vara riktigast att en av börsstyrelsen förordnad person – i stället för en mäklare utsedd enligt 1893 års mäklareordning – förrättade auktion på aktier och obligationer. Detta motiv för 56 § har emellertid numera bortfallit, eftersom 1893 års mäklareordning sedan länge inte tillämpas. Redan det nu anförda talar för att avskaffa institutet börsauktion.

Vidare kan framhållas att börsauktion under senare år förekommit bara i undantagsfall. Vad angår utmätta värdepapper torde börsauktion knappast ha någon uppgift att fylla vid sidan av möjligheten att genom fondkommissionär sälja sådana värdepapper, oavsett om de är upptagna på fondbörsen eller ej. Beträffande andra än utmätta värdepapper kan börsauktion för närvarande komma i fråga på grund av förut nämnda regler i bulvanlagen, aktiebolagslagen, lagen om försäkringsrörelse och lagen om pantlånerörelse. Som erfarenheten visat föreligger det knappast något praktiskt behov av börsauktion i dessa fall. I den mån försäljning av värdepapper skall ske i de situationer som här avses, torde det för att tillvarata de berörda parternas intressen inte vara nödvändigt med möjlighet till försäljning just genom börsauktion. Auktionsförsäljning torde – såsom fallet enligt gällande rätt är i fråga om orter utanför Stockholm – likaväl kunna äga rum på sedvanlig offentlig auktion. Det kan slutligen nämnas att i aktiebolagsutredningens förslag till aktiebolagslag m. m. har ej tagits upp sådana bestämmelser som nu

finns i 222 § aktiebolagslagen (se SOU 1971:15 s. 119 och 184 f).

Utredningen anser alltså att institutet börsauktion inte längre behövs och föreslår att någon motsvarighet till 56 § i 1919 års lag inte tas in i en ny börslagstiftning.

Vad sålunda föreslagits torde inte behöva föranleda några ändringar i andra lagar och författningar. Utredningen anser således att dess förslag om avskaffande av institutet börsauktion i och för sig inte bör föranleda ändring i bl. a. ovannämnda 1914 års förordning om försäljning av värdepapper. Vad där sägs om börs och fondbörs bygger nämligen på mäklareordningen av år 1893. Ändring i eller upphävande av 1914 års förordning bör därför lämpligen ske i samband med ändring i eller upphävande av mäklareordningen, något som faller utanför utredningens uppdrag.

# 11 Avgifter och grundfond. Revision

Stockholms fondbörs är sedan år 1912 en självförsörjande institution. Dessförinnan var fondbörsen för sin försörjning beroende av anslag från Stockholms stad.

Under åren närmast efter 1912 utgjordes börsens inkomster av främst årliga medlemsavgifter. Därjämte bestod inkomsterna bl. a. av inregistreringsavgifter för värdepapper. I samband med ombyggnad och upprustning av börslokalerna åren 1917–1918 erfordrades en förstärkning av börsens ekonomi. Tidigare införda avgifter höjdes och nya beslutades, framför allt bör nämnas att inregistrerade aktier belades med årsavgifter. Till och med år 1923 var inkomsterna från medlemsavgifterna större än inkomsterna från värdepappersavgifter. Därefter har de senare varit större och dominerat börsens inkomststat (se Algott, Bidrag till Stockholms fondbörs historia, Stockholms Fondbörs 100 år, Stockholm 1963, s. 193 ff).

## 11.1 *Gällande ordning*

Enligt börsordningen får fondbörsen för att finansiera sin verksamhet ta ut vissa avgifter av sina medlemmar (13 §) och av de bolag och andra rättssubjekt vars värdepapper är inregistrerade vid börsen (24 §).

Vad angår *medlemmar* skall den som antagits till sådan erlägga en inträdesavgift av 10 000 kronor. Har medlem övertagit annan medlems rörelse, kan dock börsstyrelsen medge befrielse från avgiften, om särskilda omständigheter föranleder det.

Börsmedlem skall vidare i förskott betala årlig medlemsavgift. Denna utgår med 2,5 procent eller det lägre procenttal (f. n. 0,85), som börsstyrelsen bestämmer, av sammanlagda beloppet av de provisioner som medlemmen året innan uppburit på avtal om köp eller försäljning av aktier, obligationer och liknande värdepapper. Lägsta avgiften är 1 000 kronor. Därjämte gäller att avgifterna sammanlagt skall uppgå till minst en femtedel av summan av medlemmarnas årsavgifter och nedannämnda årsavgifter för värdepapper. För nyantagen medlem är första årets avgift 1 000 kronor.

Börsmedlem har därutöver att varje år betala särskild avgift enligt av börsstyrelsen fastställda grunder för vissa faciliteter, t. ex. kontorsutrymme och vissa tekniska anordningar, som ställts till hans förfogande i börslokalerna.

Uppstår under något räkenskapsår brist i fondbörsens verksamhet, som ej i sin helhet kan täckas av medel som står till förfogande, får börsstyrelsen ta ut en tilläggsavgift för att täcka återstoden av bristen. Tilläggsavgiften skall erläggas av de medlemmar som är anslutna till börsen vid räkenskapsårets utgång och beräknas i förhållande till det provisionsbelopp som enligt vad förut sagts ligger till grund för beräkning av årlig medlemsavgift.

Årliga avgifter skall börsmedlem erlägga

före den 15 februari. Upphör någon att vara medlem, har han ej rätt att få tillbaka vad han har erlagt. Börsstyrelsen får dock medge återbetalning av viss del av erlagda årsavgifter, om särskilda omständigheter föranleder det.

Beträffande *värdepappersavgifter* finns härav dels inregistreringsavgifter, dels årsavgifter.

För aktier och utländska obligationer utgår inregistreringsavgift med 5/100 promille av det nominella kapital som inregistreringen avser, dock minst 2 000 kronor. För inregistrering av aktier i aktiebolag, vari förut aktier är inregistrerade, utgår ej avgift.

Årsavgiften för inregistrerade värdepapper skall betalas i förskott senast den 15 februari. Avgiften bestäms av börsstyrelsen inom vissa i börsordningen angivna ramar. För aktier är avgiften högst 5/100 promille av det inregistrerade nominella kapitalet, dock minst 2 000 kronor. För obligationer samt förlagsbevis och liknande skuldebrev är avgiften högst 1 200 kronor om värdepapperet noteras dagligen och annars högst 500 kronor. För år 1973 tas för aktier ut 3,5/100 promille av inregistrerat nominellt kapital. Börsstyrelsen har rätt att efterge årsavgiften för särskilt fall.

Om värdepapper lyder på belopp i utländsk penningenhet och avgift utgår i förhållande till inregistrerat belopp, skall omräkning till svenska kronor ske enligt vissa grunder. Avslås ansökan om inregistrering, har sökanden rätt att få tillbaka inregistreringsavgift som betalats i förskott. Inregistrerings- eller årsavgift för värdepapper som "avförts från notering" återbetalas inte. I fråga om värdepapper som inregistreras på nytt inom ett år från beslutet om "avförande", kan börsstyrelsen medge befrielse från ny inregistreringsavgift.

De sålunda återgivna bestämmelserna om värdepappersavgifter gäller från och med år 1973 (SFS 1972:617). Det kan nämnas att dessa nya bestämmelser skiljer sig från tidigare gällande bl. a. däri, att numera årsavgift utgår för även obligationer som utfärdats av svenska staten.

Värdepappers årsavgifter utgör fondbörsens viktigaste inkomstkälla. För år 1972 uppgick dessa avgifter till cirka 870 000 kronor. Inregistreringsavgifterna inbringade samma år omkring 65 000 kronor och medlemsavgifterna ungefär 276 000 kronor. Andra viktigare inkomstposter var för år 1972 cirka 104 000 kronor i utdelningar på aktier som fondbörsen äger samt omkring 50 000 kronor i räntor. Vad angår fondbörsens utgifter för år 1972 kan av dessa nämnas följande cirkabelopp i kronor: avlöningar 703 000, pensioner 72 000, sjukförsäkringsavgifter 27 000, vidare ATP-avgifter 60 000, SPP-avgifter 92 000, "övriga allmänna kostnader" 63 000 och skatter 93 000. Börsens hyreskostnader är knappast betungande, år 1972 uppgick de till cirka 27 000 kronor. Detta sammanhänger med att Stockholms stadsfullmäktige enligt utfästelse den 11 februari 1865 gav fondbörsen rätt att allt framgent hyresfritt disponera praktiskt taget hela bottenvåningen i Börshuset vid Stortorget i Stockholm. Fondbörsens verksamhet uppvisade för år 1972 ett överskott på omkring 76 000 kronor.

I fondbörsens balansräkning för år 1972 har som tillgångar upptagits bl. a. aktier för 1 150 000 kronor, obligationer för cirka 100 000 kronor samt likvida medel (checkräkning, sparkonto, postgiro och kassa) för omkring 350 000 kronor. Under rubriken skulder har i balansräkningen tagits upp bl. a. en grundfond om 1 000 000 kronor, en dispositionsfond om 250 000 kronor, vissa skatteskulder om sammanlagt cirka 90 000 kronor samt vinstmedel om tillhopa ungefär 260 000 kronor.

Bestämmelser om grundfond finns i 9 § börsordningen. Enligt denna paragraf skall av fondbörsens kapital en miljon kronor utgöra grundfond. Nedsättning av fonden får ske endast för att täcka förlust som har uppstått i fondbörsens verksamhet och som ej kan ersättas av medel som avsatts till framtida förfogande. Nedsätts fonden skall den inom fem år åter bringas upp till samma belopp som före nedsättningen.

Beträffande fondbörsens värdepappersin-

nehav kan nämnas att marknadsvärdet vid 1972 års utgång uppgick till 3,05 miljoner kronor för aktierna och 176 000 för obligationerna. Aktieinnehavet är fördelat på ett trettiotal olika börsbolag. Det var år 1942 som börsstyrelsen beslöt att fondbörsen skulle placera lediga överskottsmedel i aktier. Dessförinnan hade placeringar gjorts i obligationer och liknande värdepapper (se Algott, Bidrag till Stockholms fondbörs historia, s. 199 f).

I anslutning till det anförda kan erinras om också 36 § börsordningen som innehåller vissa regler i händelse av fondbörsens upphörande. Sker så skall efter beslut av börsstyrelsen börsens behållna tillgångar användas för främjande av ändamål som står börsens verksamhet nära. Beslutet får dock verkställas först efter medgivande av Kungl. Maj:t.

I fråga om *revision* m. m. gäller enligt 8 § börsordningen att för granskning av fondbörsens räkenskaper samt börsstyrelsens och börschefens förvaltning utses för varje år två revisorer och två suppleanter. De bankaktiebolag som är börsmedlemmar och övriga börsmedlemmar väljer vardera en revisor och en suppleant. Revisorerna skall avge revisionsberättelse för varje räkenskapsår. Berättelsen skall överlämnas till bankinspektionen före utgången av april. En avskrift skall tillställas börsstyrelsen, som fattar beslut med anledning av anmärkning som kan ha framställts mot börschefen.

### 11.2 *Överväganden och förslag*

I likhet med vad som sedan mer än ett halvsekel är fallet bör Stockholms fondbörs även i fortsättningen vara en självförsörjande institution. Statliga subventioner bör i princip inte vara en förutsättning för börsens bestånd utan de som använder sig av börsens tjänster bör i erforderlig utsträckning betala härför. De kategorier som därvid kommer i fråga är liksom för närvarande börsmedlemmarna och emittenterna av de inregistrerade värdepapperna.

Som förut framgått är det de årliga medlems- och värdepappersavgifterna som utgör fondbörsens viktigaste inkomstkällor. Det inbördes förhållandet mellan dessa slags avgifter har – som förut sagts – i gällande börsordning (13 § andra stycket) angetts så, att medlemmarnas årsavgifter skall sammanlagt uppgå till minst en femtedel av summan av dessa årsavgifter och årsavgifterna för värdepapper. Utredningen har ej funnit anledning att föreslå någon ändring i nämnda relation.

Beträffande sättet att beräkna årsavgifterna vill utredningen i fråga om aktier föreslå att avgiften ej såsom nu beräknas i förhållande till det inregistrerade nominella kapitalet utan i stället i förhållande till aktiernas marknadsvärde. Härigenom torde man få en rättvisare kostnadsfördelning mellan de olika börsbolagen. Årsavgiften för aktier bör sålunda förslagsvis vara högst 3/100 promille av det sammanlagda marknadsvärdet vid det föregående årets utgång av varje slag inregistrerade aktier, dock minst 2 000 kronor. Det får ankomma på börsstyrelsen att årligen närmare bestämma avgiftsuttaget. På motsvarande sätt bör inregistreringsavgiften för aktier också bestämmas med hänsyn till marknadsvärdet, i detta fall värdet vid tiden för inregistreringen.

I vissa fall bör värdepappersavgift ej utgå. Liksom nu bör inregistreringsavgift ej behöva erläggas för nya aktier av sådant slag som förut är inregistrerat och ej heller i det fall då inregistrering av värdepapper sker utan ansökan av vederbörande utgivare. Ej heller årsavgift bör utgå om det är fråga om värdepapper som av särskilt skäl och med bankinspektionens samtycke inregistrerats utan föregående ansökan. Vidare bör emissionsbevis, som för närvarande ej kan inregistreras, ej i något fall beläggas med avgift.

I övrigt föreslår utredningen ej några nämnvärda ändringar i börsordningens bestämmelser om rätt för fondbörsen att ta ut avgifter för finansiering av sin verksamhet.

Avgifterna skall enligt utredningens förslag alltid erläggas till fondbörsen, således även i det fall när denna uppdragit åt sammanslutning av svenska fondkommissionärer att svara för viss börsverksamhet.

Frågan om ersättning åt sådan sammanslutning, för kostnader och arbete i anledning av uppdrag att idka börsverksamhet, får lösas genom avtal mellan fondbörsen och sammanslutningen.

Vad angår börsens ekonomi i övrigt bör liksom för närvarande en grundfond finnas. Av börsens eget kapital bör en miljon kronor utgöra en sådan fond. Denna bör inte få nedsättas. Uppstår förlust, som ej kan täckas av övrigt eget kapital, bör det åligga börsstyrelsen att vidta åtgärder för att inom högst fem år täcka förlusten genom överskott i verksamheten.

Ovan har påpekats att i börsens nuvarande förmögenhet ingår börsaktier till ett marknadsvärde av cirka tre miljoner kronor. Det kan enligt utredningen med hänsyn till börsstyrelsens grannlaga uppgifter ifrågasättas om det är lämpligt att börsen äger dylika värdepapper. Sådant ägande ter sig helt allmänt främmande för börsens verksamhet. På grund härav rekommenderar utredningen att fondbörsen successivt avvecklar sitt aktieinnehav.

För fullständighetens skull vill utredningen också beröra den fråga som nu regleras i 36 § börsordningen och som gäller användandet av börsens tillgångar för den händelse fondbörsen skulle upphöra.

Enligt utredningsförslaget skall det enligt lag tillkomma Stockholms fondbörs att bedriva börsverksamhet. Därmed avses ej bara en rätt att idka sådan verksamhet utan också en skyldighet. Fondbörsen kan alltså inte upphöra utan att lag utfärdats härom. Det får därför bli i det sammanhanget som man får lösa frågan om användningen av börsens tillgångar i avsedd situation.

Beträffande *revision* av börsens räkenskaper o. d. gäller enligt börsordningen att det är börsmedlemmarna som utser revisorer. I överensstämmelse med vad utredningen förut framhållit om det allmännas inflytande på börsverksamheten, anser utredningen att Kungl. Maj:t bör berättigas att utse en revisor och suppleant för denne. Börsmedlemmarna bör också få utse en revisor med suppleant. Den revisor som Kungl. Maj:t väljer bör vara auktoriserad revisor. I övrigt föreslår utredningen ej någon mer väsentlig ändring i förhållande till gällande ordning för revision och därmed sammanhängande frågor.

# 12 Offentlig tillsyn

12.1 *Gällande ordning*

Som förut påpekats utgör offentlig kontroll av fondbörsverksamhet en av grundprinciperna i nuvarande lagstiftning. Bankinspektionen fungerar som tillsynsmyndighet.

Bankinspektionens åligganden enligt lagen kan indelas i två kategorier. Dels finns bestämmelser i olika paragrafer som avser inspektionens direkta befattning med fondbörsens löpande angelägenheter. Dels finns i det särskilda kapitlet om tillsynsmyndigheten vissa allmänna bestämmelser (38 §) bl. a. om skyldighet att ta initiativ till åtgärder som är ägnade att främja en ändamålsenlig utveckling av fondbörsverksamheten (jfr fondhandelsutredningen s. 109).

En av de bestämmelser i 1919 års lag som rör den löpande tillsynen är *30 §*. Enligt denna får bankinspektionen ge börsstyrelsen tillstånd att i viss utsträckning meddela från börsordningen avvikande regler. Paragrafen tillkom för att börsstyrelsen i viss utsträckning skulle kunna experimentera med nya anordningar på fondbörsen utan att för varje gång behöva inhämta Kungl. Maj:ts tillstånd till ändring av börsordningen. Börsstyrelsen får sålunda med inspektionens tillstånd för viss tid meddela bestämmelser som avviker från börsordningen i andra ämnen än de som i lagen anges under punkterna 3, 6 och 7 i 27 § (dessa punkter handlar om styrelse, provision och vissa avgifter). 30 § har i praktiken knappast använts för det ändamål man från början avsett. Regeln har i stället fungerat som hjälpmedel för att undanröja sådana i börsordningen inskrivna hinder för kursnotering m. m. som bedömts vara av formell och tillfällig natur. Exempelvis användes paragrafen under år 1971 för att möjliggöra notering vid fondbörsen av aktier i dåvarande Skandinaviska Banken och Stockholms Enskilda Bank även viss tid efter det att dessa banker – i och för samgående – beslutat träda i likvidation.

En annan lagregel rörande den löpande tillsynen är *34 §* enligt vilken det tillkommer inspektionen att övervaka att beträffande fondbörs lagens och börsordningens föreskrifter iakttas samt att fondbörsverksamheten i övrigt försiggår på sådant sätt att den är till nytta för det allmänna. Med stöd av *36 §* får inspektionen sammankalla fondbörsstyrelse när sådant befinns nödigt. Vid varje sammanträde med börsstyrelsen får enligt samma lagrum representant för inspektionen närvara och delta i överläggningarna. Har börsstyrelsen fattat beslut, som strider mot ifrågavarande lag eller börsordningen, får inspektionen enligt *37 §* förbjuda verkställighet av beslutet samt, om beslutet gått i verkställighet, föreskriva börsstyrelsen att göra rättelse där så kan ske. Inspektionen kan därvid också uppmana styrelsen att fullgöra vad som åligger denna enligt lagen eller börsordningen. I 37 § ges inspektionen vidare rätt att förelägga vite vid meddelande av förbud eller föreskrift enligt sistnämnda paragraf.

Vid sidan av bankinspektionens sålunda angivna uppgifter sägs i *38 §* – som ovan berörts – att den har att verka för att fondbörsverksamheten äger rum på ett tillfredsställande sätt samt att föreslå de åtgärder som i sådant hänseende kan vara påkallade. Denna regel kan också jämföras med *29 §* enligt vilken ändring av fastställd börsordning kan medges av Kungl. Maj:t efter förslag av inspektionen (eller börsstyrelsen).

För att underlätta bankinspektionens tillsyn åligger det enligt 35 § lagen börsstyrelsen att för inspektionen hålla börsens protokoll och övriga handlingar tillgängliga för granskning samt att även i övrigt meddela inspektionen alla de upplysningar om börsverksamheten och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

I *39 §* lagen föreskrivs bl. a. att befattningshavare i bankinspektionen, som har att granska fondbörsverksamhet, inte får vara fondkommissionär eller anställd hos sådan eller delta i styrelsen av bolag, som driver fondkommissionsrörelse, eller äga del i sådant bolag. Han får ej heller delta i styrelsen av eller vara anställd vid fondbörs.

I *40 §* ges en bestämmelse om överklagande. Talan mot beslut, som meddelas av bankinspektionen på grund av ifrågavarande lag, förs hos Kungl. Maj:t genom besvär. Det överklagade beslutet går i verkställighet om inte Kungl. Maj:t förordnar annat.

*41 §* slutligen handlar om bestridande av kostnaden för inspektionens verksamhet med avseende på 1919 års lag. Det åligger fondkommissionär att årligen erlägga bidrag enligt bestämmelser som Kungl. Maj:t meddelar (SFS 1965:859, senaste lydelse 1972:612). Fondkommissionär som är bunden av försäkran enligt 7 § i 1919 års lag skall erlägga bidrag med 4/10 procent och annan fondkommissionär med 7/10 procent av sammanlagda beloppet av de provisioner kommissionären under närmast föregående kalenderår uppburit på avtal som han slutit om köp och försäljning av fondpapper. Det kan nämnas att sedan år 1952 har det inte funnits någon fondkommissionär som varit bunden av försäkran som nyss sagts.

12.2 *Överväganden och förslag*

Direktiven förutsätter att systemet med offentlig kontroll över fondbörsverksamheten genom bankinspektionen skall fortfara att gälla. Utredningen, som delar denna uppfattning, har inte i detta betänkande funnit anledning att beträffande tillsynen föreslå några större sakliga ändringar i förhållande till nuvarande ordning. Dock fordras i förevarande sammanhang viss komplettering för det fall när fondbörsen uppdrar åt sammanslutning av svenska fondkommissionärer att handha delar av börsverksamheten. Därjämte föreslås ändring i reglerna om bestridande av kostnaden för inspektionens tillsynsverksamhet.

Det bör sålunda åligga bankinspektionen att övervaka att fondbörsens verksamhet försiggår ändamålsenligt och i överensstämmelse med utfärdade bestämmelser. Vidare får det vara en uppgift för inspektionen att till Kungl. Maj:t eller börsstyrelsen inkomma med förslag till åtgärder som främjar börsverksamheten. Vad nu sagts har i gällande lag kommit till uttryck i 34 och 38 §§. Enligt utredningen bör liknande regler tas med också i den nya lagstiftningen.

29 § i 1919 års lag, som avser bankinspektionens rätt att föreslå ändring av fastställd börsordning, och 30 § i lagen, som rör inspektionens rätt att ge börsstyrelsen tillstånd att i viss utsträckning meddela från börsordningen avvikande regler, bör inte ha några motsvarigheter i den nya börslagstiftningen. Denna får, om utredningens förslag genomförs, en annan konstruktion, bl. a. på det viset att regler av det slag som för närvarande är intagna i börsordningen i stället tas in i en av Kungl. Maj:t på sedvanligt sätt utfärdad kungörelse.

Sådana i 39 § 1919 års lag upptagna föreskrifter (se 12.1) om befattningshavare i bankinspektionen, som har att granska fondbörsverksamhet, torde ej behöva tas med i en ny lagstiftning. Härvidlag lär det räcka med vad som enligt praxis, instruktioner eller eljest gäller för anställda vid inspektionen.

Däremot bör i den nya lagstiftningen

upptas motsvarigheter till 35–37 §§ i 1919 års lag, dvs. bestämmelser som avser att för bankinspektionen möjliggöra eller underlätta dess tillsyn över fondbörsen (se 12.1). Hit hör sålunda dels regler om skyldighet för börsstyrelsen att tillhandahålla inspektionen protokoll m. m., dels regler om rätt för inspektionen att förbjuda verkställighet av vissa börsstyrelsens beslut m. m. och att föreskriva vite, samt dels regler om rätt för inspektionen att sammankalla börsstyrelsen.

Vad angår inspektionens rätt enligt nuvarande 37 § att förbjuda verkställighet av lagstridigt beslut och att, om beslutet gått i verkställighet, ge föreläggande om rättelse, bör inspektionen i lag få motsvarande rätt i fråga om även beslut som meddelats av sammanslutning av svenska fondkommissionärer till följd av uppdrag att ombesörja viss börsverksamhet. Det skulle kunna infrågasättas om inspektionen inte också borde få i lag inskriven rätt dels att ta del av sådan sammanslutnings protokoll m. m. rörande börsverksamhet som sammanslutningen bedriver på uppdrag av börsstyrelsen, dels att ta initiativ till och närvara vid sammanträde med styrelsen för sammanslutningen. Utredningen har emellertid funnit att dessa frågor lämpligen kan lösas genom avtal i samband med att börsstyrelsen, med tillstånd av inspektionen, ger sammanslutning uppdrag av förevarande slag.

Beträffande bidrag till kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt 1919 års lag har, såsom förut påpekats, fondkommissionärerna – oavsett om de är börsmedlemmar – vissa förpliktelser härvidlag. Det bör erinras om att inspektionens nämnda tillsyn avser ej bara fondbörsens verksamhet utan också fondkommissionärernas. Enligt utredningen, som föreslår en särskild lag om fondbörsen, bör denna nya lag begränsa sig till en regel om bidrag till kostnaderna för enbart den tillsyn som rör fondbörsen. Det bör åligga fondbörsen att på sätt Kungl. Maj:t föreskriver erlägga dessa bidrag. Förslagsvis bör fondbörsen i nämnda hänseende årligen betala 50 000 kronor. Fondbörsen får i sin tur bestämma medlems- och värdepappersavgifter m. m. med hänsyn till utgifterna för bl. a. tillsynen. Härigenom får i huvudsak endast de kategorier som använder sig av börsens tjänster medverka till att betala kostnaderna för tillsynen.

# 13 Förfaranderegler och talan mot fondbörsens beslut

Fondbörsens offentligrättsliga karaktär, vilken ytterligare framhävs om utredningens i det föregående berörda förslag genomförs, medför att börsens verksamhet, förutom att den bör vara ändamålsenlig, måste präglas av rättssäkerhet. Med hänsyn härtill skall utredningen i detta kapitel ta upp frågan om särskilda procedurregler för fondbörsen. Därvid behandlas dels regler för börsstyrelsens beslutförhet och för omröstning inom styrelsen vid fattande av beslut, dels regler för förfarandet i övrigt vid fondbörsens handläggning av olika ärenden, och dels regler om talan mot fondbörsens beslut.

## 13.1 *Gällande ordning*

Såsom nämnts i 4.1 består börsstyrelsen för närvarande av ordförande och åtta andra ledamöter. Enligt 7 § första stycket börsordningen är styrelsen *beslutför* när ordföranden och minst fem andra ledamöter är närvarande. *Omröstning* skall enligt 7 § andra stycket ske öppet. Huvudregeln är att beslut fattas med enkel röstövervikt. Vid lika röstetal gäller den mening som ordföranden biträder. Vid val skiljer lotten. Särskilda beslutanderegler gäller enligt 14 och 18 §§ för sanktioner mot börsmedlemmar och börsombud samt enligt 27 § andra stycket för avförande från notering av värdepapper i vissa fall. Sådana beslut skall ha biträtts av minst två tredjedelar av samtliga styrelseledamöter.

Några *jävsregler* finns inte i börslagstiftningen. Det bör dock nämnas att börsstyrelsen sedan år 1957 frivilligt tillämpar jävsregler såtillvida, att ledamot eller suppleant inte deltar i behandlingen av ärende som angår honom själv eller vars utgång kan väntas medföra synnerlig nytta eller skada för honom. Om ledamot eller suppleant är ställföreträdare för den som saken angår eller för någon som kan vänta synnerlig nytta eller skada av ärendets utgång anses vederbörande likaledes jävig. Jävsförhållande antecknas till styrelseprotokollet.

I anslutning till det anförda kan erinras om att enligt 7 § tredje stycket börsordningen har börschefen, suppleant i börsstyrelsen och företrädare för bankinspektionen rätt att delta i styrelsens överläggningar och få sin mening antecknad till protokollet. I 6 § första stycket börsordningen sägs att styrelsen sammanträder på kallelse av ordföranden så ofta omständigheterna föranleder eller när minst två av de övriga ledamöterna eller bankinspektionen begär det.

I fråga om *handläggningen i övrigt* av ärenden vid fondbörsen innehåller nuvarande börslagstiftning bara sporadiska bestämmelser. Som exempel på sådana kan här anföras 12 § börsordningen vari föreskrivs vilka uppgifter som skall bifogas ansökan om medlemskap samt 19 och 20 §§ med motsvarande regler rörande ansökan om inregistrering av värdepapper. Vidare kan nämnas vissa regler om kommunicering: enligt 14 § fjärde styck-

et får beslut om upphörande av medlemskap eller om erinran inte meddelas innan vederbörande börsmedlem beretts tillfälle att yttra sig och i 18 § tredje stycket finns en liknande regel för ärenden som rör sanktioner mot börsombud. I stort sett saknas dock särskilda handläggningsregler. Proceduren i olika ärenden följer i stället den mer eller mindre fasta praxis som utbildats av börsstyrelsen och börschefen. Utredningen har i det föregående berört vissa hithörande frågor, bl. a. förfarandet vid introduktion av aktier.

*Talan mot fondbörsens beslut* kan enligt gällande rätt ej föras på administrativ väg. Genom att besvärsmöjlighet ej föreligger kan alltså t. ex. så betydelsefulla beslut som upphävande av rätt att vara börsmedlem eller börsombud eller avförande av ett bolags aktier från notering ej överklagas (jfr SOU 1968: 59 s. 94).

Vissa möjligheter till rättelse av felaktiga beslut från fondbörsens sida föreligger dock. Såsom påpekats i kap. 12 kan bankinspektionen enligt 37 § 1919 års lag, om börsstyrelsen fattat beslut som strider mot nämnda lag eller börsordningen, förbjuda verkställighet av beslutet samt, om beslutet gått i verkställighet, föreskriva börsstyrelsen att göra rättelse där så kan ske. Bankinspektionen kan också uppmana börsstyrelsen att fullgöra sina skyldigheter enligt 1919 års lag eller börsordningen.

Det är i egenskap av tillsynsmyndighet som bankinspektionen sålunda kan ingripa mot sådana beslut av börsstyrelsen som inte har tillkommit i laga ordning. Bankinspektionens befogenhet enligt 37 § omfattar bara beslutens laglighet, däremot inte deras lämplighet. Befogenheten utövas ex officio och en enskild persons klagomål i en viss fråga hos bankinspektionen har ingen annan betydelse än att rikta inspektionens uppmärksamhet på frågan. Inspektionen avgör själv om och i vad mån den skall ingripa i anledning av enskildas klagomål (jfr H. Strömberg, Allmän förvaltningsrätt, Lund 1972, s. 169).

Det kan erinras om att enligt 40 § 1919 års lag förs talan mot beslut, som meddelas av bankinspektionen på grund av nämnda lag, hos Kungl. Maj: t genom besvär.

### 13.2 *Överväganden och förslag*

I avsnitt 3.2 anmärktes att Stockholms fondbörs är en fristående, offentligrättslig juridisk person. Denna bedömning av fondbörsens rättsliga ställning äger giltighet även om reglerna för fondbörsen ändras på det sätt utredningen föreslår i detta betänkande.

Fondbörsen ingår alltså inte i den statliga eller kommunala förvaltningsorganisationen. Den är ej någon förvaltningsmyndighet. Detta förhållande har i förevarande sammanhang den betydelsen att förvaltningslagen (1971: 290), som gäller handläggning av ärende hos förvaltningsmyndighet, inte är tillämplig på fondbörsen. Lagens tillämpningsområde omfattar i princip inte förvaltningsverksamhet hos privaträttsliga organ eller andra offentligrättsliga organ än myndigheter (prop. 1971: 30 s. 302 och 317). Vad nu anförts hindrar dock ej att man till ledning vid övervägandet av vilka förfaranderegler som bör gälla för fondbörsen i viss utsträckning använder sig av förvaltningslagen.

Beträffande börsstyrelsens *beslutförhet* bör även framdeles gälla krav på närvaro av ordföranden och minst fem andra ledamöter. Den omständigheten att enligt utredningens förslag det sammanlagda antalet styrelseledamöter skall vara åtta – oeh ej såsom nu nio – är ej tillräckligt skäl för ändring av nämnda krav.

Eftersom börsstyrelsen har att meddela beslut som direkt eller indirekt kan angå dem som är ledamöter av styrelsen bör med hänsyn till börsens offentligrättsliga ställning särskilda *jävsregler* införas. Gällande praxis bör alltså i princip kodifieras. Det är lämpligt att vid den närmare utformningen av sådana regler använda förvaltningslagen som förebild. Utredningen lämnar därför en relativt ingående redogörelse för jävsreglerna i denna lag.

I 4–5 §§ förvaltningslagen anges när nå-

gon skall anses jävig att handlägga ett ärende, vilken verkan jäv har och hur jävsfråga prövas (prop. s. 336 ff).

4 § första stycket 1 handlar om *sakägar-, intresse- och släktskapsjäv*. Den som har att handlägga ärende är sålunda jävig om saken angår honom själv eller hans make, föräldrar, barn eller syskon eller annan honom närstående eller ärendets utgång kan väntas medföra synnerlig nytta eller skada för honom själv eller någon honom närstående. Bedömningen av vem som skall räknas såsom "närstående" kan enligt motiven (s. 355) utfalla olika i olika fall allt efter omständigheterna. Uttrycket i fråga täcker formellt såväl situationer då släktskap eller svågerlag föreligger som fall då någon av annan anledning är att karakterisera såsom "närstående", t. ex. stadigvarande sammanbor med den som har att handlägga ett ärende.

Enligt utredningen bör regler av angiven innebörd gälla för börsstyrelsens ledamöter och börschefen.

Motsvarande kan sägas om bestämmelsen om *ställföreträdarjäv* i 4 § första stycket 2 förvaltningslagen, vari föreskrivs att jäv föreligger om den handläggande eller någon honom närstående är ställföreträdare för den som saken angår eller för någon som kan vänta synnerlig nytta eller skada av ärendets utgång.

Däremot torde en motsvarighet till regeln om *tvåinstansjäv* i 4 § första stycket 3 förvaltningslagen inte erfordras för fondbörsens del. I detta lagrum stadgas att handläggare är jävig om ärendet i fråga blivit anhängigt hos vederbörande myndighet t. ex. på grund av tillsyn över annan myndighet och han tidigare hos den underordnade myndigheten deltagit i den slutliga handläggningen av ärende som rör saken. Visserligen skall fondbörsen enligt utredningens förslag utöva viss kontroll över sådan börsverksamhet som sammanslutning av fondkommissionärer fått i uppdrag att bedriva. Det kan inte uteslutas att ledamot i börsstyrelsen deltagit i ett av sammanslutningen fattat beslut som börsstyrelsen får anledning att ta ställning till. En särskild jävsregel för dylikt fall synes dock kunna undvaras, i synnerhet som möjlighet finns att vid behov tillämpa nedan nämnda generalklausul.

4 § första stycket 4 förvaltningslagen handlar om *ombuds- och biträdesjäv*. Den handläggande är jävig om han i saken fört talan som ombud eller mot ersättning biträtt någon. För fondbörsens del kan t. ex. tänkas att en ledamot i börsstyrelsen på angivet sätt medverkat vid ett företags ansökan om introduktion och han bör givetvis inte delta i prövningen av denna ansökan. Utredningen finner dock ej erforderligt med särskilda jävsregler av förevarande slag för fondbörsen. Även härutinnan kan vid behov den strax nämnda generalklausulen användas.

Utredningen avser därvid den i 4 § första stycket 5 förvaltningslagen upptagna *generalklausul* som föreskriver jäv om eljest – dvs. i andra fall än förut sagts – särskild omständighet föreligger som är ägnad att rubba förtroendet till den handläggandes opartiskhet i ärendet. En sådan regel kan ha praktisk betydelse i börsstyrelsens arbete.

4 § andra stycket förvaltningslagen innehåller en undantagsregel enligt vilken man får bortse från jäv när frågan om opartiskhet uppenbarligen saknar betydelse. Även om det i ett ärende föreligger omständighet, som enligt 4 § första stycket formellt grundar jäv, t. ex. släktskap, skall det sålunda enligt förvaltningslagen vara möjligt att bortse från denna omständighet (prop. s. 357). Utredningen anser det ej vara lämpligt med en sådan regel för börsstyrelsen. Föreligger omständighet som grundar jäv bör härifrån icke i något fall kunna bortses.

5 § första stycket första punkten förvaltningslagen föreskriver att den som är jävig inte får handlägga ärendet. Detta innebär främst att den jävige inte får ta befattning med ärendets beredande eller avgörande. Om flera skall delta i ärendets avgörande och en av dem visar sig vara jävig, är det naturligt att han också lämnar sammanträdeslokalen (prop. s. 357). Vad nu anförts bör gälla också för fondbörsen men en uttrycklig regel härom synes överflödig. Enligt andra punkten i 5 § första stycket får den jävige vidta

åtgärd som inte utan olägligt uppskov kan ombesörjas av annan. Därmed avses alla till ett ärendes handläggning hörande åtgärder, således även avgörande av ärendet (p. a. st.). Känner någon till omständighet som kan antas utgöra jäv mot honom, skall han enligt 5 § andra stycket förvaltningslagen självmant ge det till känna. Motsvarighet till 5 § första stycket andra punkten och 5 § andra stycket bör intas i börslagstiftningen.

Vid *omröstning* bör gälla att börsstyrelsens beslut fattas med enkel röstövervikt och vid lika röstetal bör ordförandens röst vara utslagsgivande. Som ovan påpekats skall för närvarande i vissa fall kvalificerad majoritet föreligga. Utredningen anser att sådant krav ej vidare bör gälla, särskilt som utredningen i en del av nyssnämnda fall föreslagit besvärsmöjlighet.

Vad angår *handläggningen i övrigt* av ärenden vid fondbörsen bör hänsynen till den enskildes rättssäkerhet föranleda vissa ändringar i förhållande till gällande ordning. Utredningen avser därvid möjligheten för den enskilde att få del av och yttra sig över det material som ligger till grund för beslut i frågor som på ett särskilt sätt berör den enskildes rätt. De frågor som från denna synpunkt synes angelägnast är dels sådana som gäller förvärv och förlust av rätt att vara börsmedlem eller börsombud, dels sådana frågor som rör in- och avregistrering av värdepapper. Beträffande medlems- och ombudsärenden får såsom förut sagts enligt gällande rätt sanktion mot medlem eller ombud ej beslutas innan vederbörande har beretts tillfälle att yttra sig. I börsordningens bestämmelser härom – 14 och 18 §§ – anges dock ej närmare vilket material som medlemmen eller ombudet får yttra sig över.

Av intresse i förevarande sammanhang är 15 § förvaltningslagen. Enligt denna får ärende inte avgöras utan att sökande, klagande eller annan part underrättats om det som tillförts ärendet genom annan än honom själv och tillfälle beretts honom att yttra sig över det. Utan att så skett får myndighet dock avgöra ärende bl. a. om åtgärderna är uppenbart obehövliga eller om det kan befaras att genomförandet av beslutet i ärendet annars skulle avsevärt försvåras. Paragrafen ger uttryck för den s. k. kommunikationsprincipen som kan sägas innebära att ett för den enskilde ofördelaktigt beslut inte får meddelas utan att tillfälle lämnats honom att framföra sina synpunkter i ärendet. I vidsträckt mening innebär principen inte bara en rätt för part att yttra sig innan ärende avgörs, utan också en skyldighet för myndigheten att underrätta honom om utredningsmaterialet i ärendet (prop. s. 445).

Enligt utredningens mening bör i likhet med nuvarande ordning i ärenden om sanktioner mot börsmedlem eller börsombud den som beslutet avser beredas tillfälle att yttra sig. Det bör i författning särskilt anges att vederbörande är berättigad att yttra sig över det som tillförts ärendet. Häri ligger att den som beslutet avser skall få del av utredningsmaterialet i ärendet. Vad angår ärende om sanktion mot börsombud bör därjämte föreskrivas, att den börsmedlem hos vilken ombudet är anställd skall höras innan beslut meddelas.

Kommunikationsprincipen bör på liknande sätt komma till författningsmässigt uttryck i fråga om beslut om avslag på ansökan om inregistrering av värdepapper och om avregistrering av värdepapper. I dessa fall bör den som utgett värdepapperet, eller den som trätt i hans ställe, beredas tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet. Vad angår fråga om avregistrering torde kommunikation dock kunna underlåtas i särskilda fall, t. ex. om det gäller emissionsbevis eller aktie som inregistrerats utan föregående ansökan. Kommunikation bör vidare äga rum innan börsstyrelsen – t. ex. på grund av att omsättningsfrekvensen nedgått – beslutar att börsnoterat värdepapper i stället skall fondhandlarnoteras och i fråga om beslut om avslag på ansökan om börsnotering av fondhandlarnoterat papper.

Särskilda föreskrifter om kommunikation föreslås ej i andra än de nu nämnda fallen. Det bör ändå vara klart, att fondbörsen också i andra ärenden, när så befinns lämpligt, bör bereda den som ett beslut avser

tillfälle att yttra sig. Anmärkas bör att fondbörsen ej heller framdeles underkastas någon offentlighetsprincip i fråga om sina akter i olika ärenden. Envar får alltså ej ta del av dessa akter. I utredningens förslag till straffbestämmelser har ledamot av börsstyrelsen och befattningshavare vid fondbörsen ålagts tystnadsplikt rörande vad han under uppdraget eller i tjänsten erfarit om annans affärs- eller personliga förhållanden. En sådan tystnadsplikt är ägnad att främja börsmedlemmars och andras villighet att lämna fondbörsen de upplysningar denna behöver för fullgörande av sina uppgifter.

Om *talan mot fondbörsens beslut* vill utredningen anföra följande.

Möjligheten till ändring eller upphävande av felaktiga beslut är ägnad att främja rättssäkerheten. Besvärsrätten är det viktigaste institutet härvidlag inom svensk förvaltning. Rätten att anföra besvär motsvaras av en skyldighet för överordnad myndighet att pröva talan mot den lägre myndighetens beslut (jfr prop. 1971:30 s. 3 f).

Bankinspektionens befogenhet (se 12.2) att självmant ingripa mot sådana beslut, som ej tillkommit i laga ordning, utgör i viss utsträckning en ersättning för besvärsrätt. Detta rättsskydd är dock ofullständigt, framför allt därför att det inte inbegriper prövning av lämplighetsfrågor. På grund härav bör besvärsrätt övervägas beträffande vissa beslut där det helt eller delvis är fråga om lämplighetsprövning. Utredningen åsyftar därvid sådana beslut som har särskilt stor betydelse för den enskildes rätt.

Hit hör till en början beslut om avslag på ansökan om börsmedlemskap eller om godkännande om börsombud, vidare beslut om upphörande av medlemskap eller om återkallande av godkännande som börsombud. Frågor om inregistrering och avregistrering av värdepapper måste också anses ha speciellt stor betydelse för enskild rätt. Vad angår besvär mot beslut att vägra inregistrering torde ett företag måhända i regel inte vara benäget att klaga på ett sådant beslut, åtminstone inte om vägran grundas på en ofördelaktig bedömning av företagets kvalitet. Man kan dock tänka sig att en vägran motiveras på annan grund, t. ex. för liten spridning av aktierna. På ett sådant beslut synes ett företag mycket väl kunna tänkas klaga.

Utredningen anser att besvärsrätt bör finnas i varje fall beträffande beslut som rör förvärv och förlust av rätten att vara börsmedlem eller börsombud. Eftersom bankinspektionen är tillsynsmyndighet bör den ej tillika vara besvärsinstans. Talan mot beslut i nämnda frågor bör föras hos Kungl. Maj:t. Börsstyrelsen bör i möjligaste mån ange skälen för beslut som nu avses.

Beträffande inregistrerings- och avregistreringsfrågor är utredningen mera tveksam om lämpligheten av besvärsrätt. Visserligen kan, såsom nyss antytts, skäl finnas för införande av dylik rätt i dessa frågor. Utredningen menar emellertid att det bör helt och hållet ankomma på börsstyrelsen och sådan sammanslutning av fondkommissionärer, som erhållit särskilt uppdrag att – inom ramen för givna regler om in- och avregistrering – bestämma vilka värdepapper som skall få förekomma på börsen.

# 14 Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser

Den nya lagstiftningen måste träda i tillämpning på sådant sätt att förekommande handel i och kursnotering av värdepapper inte utsätts för avbrott eller andra störningar på grund av övergången till den föreslagna ordningen.

Med hänsyn härtill bör beslut om inregistrering av värdepapper meddelat enligt nuvarande bestämmelser tills vidare gälla också sedan de nya reglerna har trätt i kraft, vilket föreslås ske den 1 januari 1975. Värdepapper som nu avses bör behandlas såsom börsnoterade, dvs. kursnoteringen av dem liksom för närvarande ombesörjas av börsens styrelse, dock givetvis i dess nya sammansättning. Härigenom torde önskad kontinuitet i förfarandet främjas. Giltigheten av äldre inregistreringsbeslut bör emellertid inte bestå längre än till utgången av år 1975. Detta innebär att ansökan om ny inregistrering och prövning därav måste göras före den 1 januari 1976, om ett värdepapper omedelbart därefter skall kunna bli föremål för handel och kursnotering vid fondbörsen. Härigenom vinner man att nämnda värdepapper prövas enligt de nya inregistreringsreglerna, bl. a. får man på så sätt tillfälle att upprätta s. k. inregistreringskontrakt. Utredningen anser sig kunna utgå från att de bolag eller andra juridiska personer, vars värdepapper sålunda får undergå nytt inregistreringsförfarande, i princip är villiga att medverka härtill. Det bör påpekas att förfarandet i samband med den nya inregistreringen torde kunna ske i enkla former och alltså utan onödig omgång; den materiella prövningen torde nämligen i de flesta fall inte föranleda några problem.

Kontinuiteten i börsverksamheten underlättas vidare med en övergångsregel av innebörd att beslut om antagande till börsmedlem och om godkännande av börsombud, som har meddelats enligt nuvarande bestämmelser, får giltighet även efter det att den nya ordningen kommit i tillämpning. Utredningen föreslår därför en övergångsregel med sådant innehåll. Vad särskilt angår börsombud föreskrivs i 17 § gällande börsordning att ansökan om förnyelse av godkännande som börsombud skall göras före den 1 december. Beslut i anledning av dylik ansökan, ingiven under år 1974, bör lämpligen meddelas av den då fungerande börsstyrelsen i god tid före utgången av nämnda år. På det viset bör man kunna undvika ovisshet om vilka som skall delta i börshandeln när den nya lagstiftningen börjar praktiseras.

Med det anförda åsyftar utredningen givetvis inte att börsstyrelsen i dess nya sammansättning efter ingången av år 1975 skall vara förhindrad att upphäva tidigare beslut av nämnda slag med avseende på värdepapper, medlemmar och börsombud. Exempelvis bör börsstyrelsen när den finner anledning därtill kunna ta upp frågan om avregistrering av visst värdepapper. Härvid bör de nya reglerna bli tillämpliga. Den omständigheten t. ex. att ett bolags eget ka-

pital understiger tio miljoner kronor kommer alltså inte ovillkorligen att föranleda avregistreringsbeslut. Däremot finner utredningen det skäligt, att ansökan om avregistrering, som gjorts före den 1 januari 1975, även därefter skall behandlas enligt den nuvarande ordningen. En motsvarande övergångsregel i fråga om ansökan om inregistrering av värdepapper, eller om ansökan om medlemskap eller om godkännande som börsombud, anser utredningen inte behövas.

Även beträffande värdepapper, som för närvarande under börsmässiga former handlas och kursnoteras i fondhandlareföreningens regi, måste tillses att övergången till det föreslagna systemet sker så smidigt som möjligt.

Enligt förslaget får Stockholms fondbörs ensamrätt att bedriva börsverksamhet i fråga om värdepapper. Den verksamhet av sådant slag som nu sker genom fondhandlareföreningen avses bli underställd fondbörsen. Denna skall dock med stöd av 6 § fjärde stycket lagförslaget genom avtal kunna uppdra åt föreningen att även i fortsättningen ombesörja notering av kurs m. m. Avsikten är att föreningen, när det nya systemet börjar tillämpas, skall utöva sådan verksamhet i fråga om de värdepapper som under nuvarande förhållanden är föremål för börsmässig handel på den s. k. fondhandlarlistan. Innan föreningen kan gripa sig an med handel och notering enligt den nya ordningen måste dock uppdragsförhållandet vara klart och ifrågavarande värdepapper ha inregistrerats vid fondbörsen. Denna inregistrering för fondhandlarnotering ankommer det på föreningen – i regel efter ansökan från vederbörande bolag – att besluta om. Eftersom det torde bli relativt tidskrävande att genomföra dessa förberedande åtgärder, synes det lämpligt att medge viss övergångstid under vilken den nuvarande ordningen får gälla.

Utredningen föreslår därför att verksamhet, som enligt i den nya lagen given definition utgör fondbörsverksamhet och före den 1 januari 1975 bedrivs av sammanslutning av svenska fondkommissionärer, får fortsätta till dess uppdrag meddelats enligt 6 § fjärde stycket, dock längst till utgången av år 1975.

Meningen är således att så snart som möjligt under år 1975 börsstyrelsen och föreningen träffar avtal om den verksamhet föreningen skall handha samt att under samma tid erforderliga åtgärder rörande inregistrering för fondhandlarnotering vidtas. Medan dessa förberedelser pågår fortsätter handel och notering enligt nuvarande ordning på fondhandlarlistan. När förberedelserna avslutas bestämmer börsstyrelsen i samråd med föreningen den dag – den 1 januari 1976 eller, beroende på tidpunkten för förberedelsernas slut, eventuellt en tidigare dag – då föreningen skall börja med att anordna handel och ombesörja notering enligt nya ordningen. Intill denna dag fortsätter föreningen med handel och notering på sätt för närvarande sker.

Det är möjligt att ovannämnda förberedande åtgärder avslutas ganska snart beträffande en del av de värdepapper, som skall överföras från den nuvarande fondhandlarlistan till fondhandlarnotering enligt det nya systemet, medan förberedelserna tar längre tid för andra av ifrågavarande värdepapper. Med hänsyn härtill skulle man kunna tänka sig att beträffande dessa värdepapper den nuvarande och den nya ordningen under övergångstiden tillämpas samtidigt, exempelvis på det viset att de värdepapper, vars inregistrering för fondhandlarnotering är klar, genast noteras enligt det nya systemet medan övriga värdepapper tills vidare behandlas enligt nuvarande system. Utredningen anser emellertid att en sådan uppdelning av föreningens verksamhet skulle kunna förorsaka missförstånd hos allmänheten för vilken det kunde vara svårt att skilja mellan de värdepapper som är inregistrerade vid fondbörsen för fondhandlarnotering och andra av föreningen kursnoterade värdepapper. På grund härav föreslår utredningen att handel och notering av kurs med anledning av uppdrag enligt 6 § fjärde stycket nya lagen inte får äga rum förrän fondhandlareföreningen upphört med den verksamhet av

börskaraktär som föreningen för närvarande utövar. Såsom förut framgått skall denna verksamhet enligt föreslagen övergångsregel upphöra senast med utgången av år 1975. Det bör påpekas att hinder ej föreligger att under ifrågavarande övergångstid värdepapper, som är upptaget på fondhandlarlistan, efter prövning av därom gjord ansökan, inregistreras för *börsnotering* och sedan genast blir föremål för handel och notering av kurs vid fondbörsen. Vad nu sagts gäller naturligtvis också värdepapper som inte är upptaget på fondhandlarlistan.

För att den börsstyrelse och börschef som utses enligt nya lagen, skall få tillfälle att innan den föreslagna lagstiftningen träder i tillämpning förbereda fondbörsens administration, såsom utarbetande av ordningsregler m. m., bör val av styrelse och förordnande av börschef ske snarast möjligt före den 1 januari 1975. Detsamma bör gälla revisorsval. Såtillvida bör alltså den nya lagen träda i kraft före nämnda dag. Det sagda betyder naturligtvis inte att den börsstyrelse och börschef eller de revisorer, som har utsetts enligt nuvarande regler, skall avträda före utgången av år 1974. I fråga om upprättande av förvaltningsberättelse för år 1974 ligger det i sakens natur att detta ankommer på den enligt äldre bestämmelser utsedda styrelsen. Lika klart är att revision för nämnda år bör verkställas av de enligt äldre bestämmelser utsedda revisorerna.

Eftersom utredningen föreslår att institutet börsauktion avskaffas och att alltså 56 § i 1919 års lag upphävs, måste en övergångsregel ges för ärende om börsauktion som inte hunnit bli avgjort före den nya lagens ikraftträdande. Den fortsatta handläggningen av sådant ärende bör ske enligt nu gällande bestämmelser.

Slutligen kan beträffande fondbörsens ekonomiska tillgodohavanden och förpliktelser anmärkas, att härutinnan den nya lagstiftningens ikraftträdande inte föreslås medföra någon annan förändring än att rätten och plikten att i nämnda hänseenden handla på fondbörsens vägnar överflyttas från den enligt nuvarande ordning till den enligt nya lagen utsedda börsstyrelsen.

Eftersom enligt förslaget vissa av fondbörsens nuvarande huvudmän i fortsättningen inte får något inflytande över användningen av börsens tillgångar, eller får sitt inflytande häröver minskat, skulle måhända kunna ifrågasättas om ej dessa grupper antingen borde godkänna, att de sålunda genom den nya lagstiftningen utan vidare helt eller delvis avhänds bestämmanderätt eller borde få ersättning för eventuell förmögenhetsförlust.

I denna fråga vill utredningen erinra om att huvudmännen enligt nu gällande lagstiftning inte har någon form av andelsrätt i börsens behållna tillgångar. Huvudmännen äger ej i någon situation att av tillgångarna utfå något för egen del. Den enda regel som i hithörande ämne finns i nuvarande lagstiftning är den förut (se kap. 11) omtalade 36 § börsordningen, vari sägs att om fondbörsen upphör skall, efter beslut av börsstyrelsen, börsens behållna tillgångar användas för främjande av ändamål som står börsens verksamhet nära; sådant beslut får dock verkställas först efter medgivande av Kungl. Maj:t.

Med hänsyn till det anförda behöver man enligt utredningens mening inte räkna med att några av de nuvarande huvudmännen i förevarande hänseende tillskyndas någon ekonomisk skada eller annan förlust genom den nya lagstiftningens ikraftträdande. Det är under alla förhållanden börsmedlemmarna och de vars värdepapper är inregistrerade som främst skall svara för börsens kostnader. Några särskilda övergångsbestämmelser om börsförmögenheten torde därför inte vara påkallade.

# 15 Specialmotivering för förslaget till lag om Stockholms fondbörs

Den författningsmässiga regleringen av Stockholms fondbörs och dess verksamhet sker enligt utredningens förslag i dels en lag dels en kungörelse om denna fondbörs. I lagen har tagits in bestämmelser som anger grunddragen för vad som i olika hänseenden gäller för fondbörsverksamheten. Mera detaljerade regler i dessa hänseenden föreslås inflyta i kungörelsen. Därjämte förutsätter förslaget att bankinspektionen såsom tillsynsmyndighet och börsstyrelsen ger föreskrifter i vissa avseenden. Genom detta system uppnår man den fördelen att detaljregler relativt lätt kan ändras och således snabbt anpassas till nya förhållanden.

I det följande lämnas en sedvanlig specialmotivering till de olika paragraferna i det avgivna lagförslaget rörande Stockholms fondbörs.

Innehållet i den föreslagna lagen har disponerats på följande sätt. I 1 § ges bl. a. definitionsregler. 2–5 §§ upptar bestämmelser om börsens organisation och förvaltning samt om revisorer. Fondbörsens egentliga verksamhet behandlas i 6–12 §§ medan i 13–22 §§ återfinns regler om börsmedlemmar och börsombud. Under rubriken avgifter och grundfond ges i 23–24 §§ bestämmelser om börsens ekonomi. Tillsynsregler har tagits in i 25–28 §§ och besvärsregler i 29–30 §§. Slutligen består 31–33 §§ av straffbestämmelser, varefter följer ikraftträdande- och övergångsbestämmelser.

1 § I *första stycket* av denna paragraf fastslås principen om ensamrätt för Stockholms fondbörs att – under bankinspektionens tillsyn – bedriva fondbörsverksamhet i vårt land. Med ett sådant monopol avses bl. a. att hindra uppkomsten här i landet av privata, börsmässiga marknader för värdepapper. Det kan i detta sammanhang nämnas att sedan 1960-talet i USA olika institutioner, såsom aktiefonder, pensionsfonder och försäkringsbolag, med hjälp av telekommunikationer och datorer skapat en marknad av börskaraktär vid sidan av de vanliga fondbörserna.

Uttrycket fondbörsverksamhet definieras i *andra stycket*. Sådan verksamhet anses föreligga när köp- och säljanbud beträffande värdepapper regelbundet sammanförs i och för handel och notering av kurs.

Det skall sålunda enligt definitionen vara fråga om att någon, en institution eller annat subjekt, på visst sätt och i visst syfte ombesörjer sammanförande av köp- och säljanbud beträffande värdepapper.

Kravet på regelbundet sammanförande av köp- och säljanbud innebär till en början att den som anordnar verksamheten möjliggör att från olika håll avgivna anbud enligt en viss förhandlingsmetodik koncentreras. Exempelvis kan anbuden såsom för närvarande koncentreras i en särskild lokal. Den föreslagna lagtexten täcker emellertid också den situation att anbuden samlas i ett

datamaskinsystem eller att de på anordnarens föranstaltande eljest förs ihop, t. ex. genom samtidigt telefonsamtal mellan flera personer på olika platser i landet. Föreskriften att sammanförandet skall ske regelbundet innebär vidare ett krav på viss periodicitet i verksamheten. Denna skall alltså inte förekomma blott sporadiskt. Det har inte uttryckligen stadgats något om att verksamheten måste ha en viss omfattning. Det får anses ligga i sakens natur att det måste vara fråga om en verksamhet i relativt stor skala. Avgivna köp- och säljanbud måste tillhopa i allmänhet uppgå till ett stort antal. Det behöver därvid inte nödvändigtvis föreligga ett stort antal anbud beträffande varje särskilt slag av värdepapper. Huvudsaken är att verksamheten i sin helhet vanligen omfattar ett stort antal anbud. Detta betyder att fondbörsverksamhet i princip kan tänkas vara för handen även om verksamheten avser endast ett enda slag av värdepapper. Vidare bör framhållas att antalet köpare och säljare inte behöver vara stort för att fondbörsverksamhet skall kunna anses föreligga: avser en verksamhet ett flertal olika slags värdepapper kan också ett begränsat antal köpare och säljare avge anbud till ett sammanlagt stort antal. Vid avgörande av frågan huruvida i ett givet fall en verksamhet skall anses ha sådan omfattning, att det kan röra sig om fondbörsverksamhet, får man beakta att paragrafens syfte är att ge Stockholms fondbörs ensamrätten till dylik verksamhet. Om i det givna fallet en verksamhet har den omfattningen att intrång i ej obetydlig mån sker i den officiella fondbörsens monopolrätt bör verksamheten i fråga kunna vara att bedöma som fondbörsverksamhet.

Sammanförande av köp- och säljanbud på sätt som nu sagts skall enligt den lämnade definitionen ske i visst syfte, nämligen i och för handel och notering av kurs. Med notering av kurs menas att den som anordnar verksamheten ombesörjer att köp-, sälj- och betalkurser i viss form fastställs eller i varje fall bereder tillfälle till detta. Angående begreppet kursnotering, se vidare framställningen i 9.2.

Med värdepapper avses enligt *tredje stycket* aktier och andra delaktighetsbevis i bolag, såsom emissionsbevis, samt obligationer, förlagsbevis och andra skuldebrev av liknande slag. Någon ändring i sak åsyftas härvidlag inte i förhållande till begreppet fondpapper i 1 § 1919 års lag och 1 § lagen (1919: 242) med vissa bestämmelser om rätt att förfoga över annan tillhöriga fondpapper. Således omfattar förslaget inte andelar i aktiefonder (jfr 6.2.1 slutet). Ej heller avses exempelvis vare sig s. k. bankcertifikat ("certificates of deposit"), dvs. vissa av banker utfärdade kortfristiga skuldebrev till fast ränta, som kan sägas utgöra en form av inlåning, eller liknande av t. ex. industriföretag utfärdade fordringsbevis ("commercial paper"). Utredningen använder i paragrafen uttrycket värdepapper i stället för uttrycket fondpapper eftersom det senare begagnas också i förordningen (1908: 129 s. 1) angående en särskild stämpelavgift vid köp och byte av fondpapper, och där har en speciell innebörd.

Slutligen kan anmärkas att i 33 § förslaget har införts en bestämmelse om straffansvar för den som vid sidan av Stockholms fondbörs här i landet bedriver fondbörsverksamhet.

2 § Paragrafen behandlar sammansättning och val av fondbörsens styrelse och anger helt allmänt styrelsens uppgift.

Styrelsen skall enligt *första stycket* första punkten leda fondbörsens verksamhet och förvalta dess angelägenheter. Härmed avses att styrelsen, förutom att tillse att de löpande sysslorna blir utförda, också ständigt strävar efter att utveckla och förbättra börsens verksamhet (jfr 4.1).

Enligt första stycket andra punkten skall styrelsen bestå av ordförande och sju andra ledamöter.

Reglerna i *andra stycket* om styrelseval ger inflytande på styrelsens sammansättning för dels det allmänna, dels de företag eller andra institutioner vars värdepapper är inregistrerade vid fondbörsen, och dels börsmedlemmarna. Sålunda föreslås Kungl. Maj:t

få utse ordföranden jämte suppleant för honom samt två andra ledamöter och suppleanter för dem. Beträffande "värdepappersidan" väljs en ledamot och suppleant av envar av följande tre korporationer: riksbanksfullmäktige och fullmäktige i riksgäldskontoret (gemensamt), Handelskamrarnas nämnd samt Sveriges industriförbund. Slutligen föreslås att börsmedlemmarna – se nedan vid 13 § – gemensamt får välja två ledamöter och suppleanter för dem.

I *tredje stycket* ges en bestämmelse för det fall att någon av nyssnämnda grupper av någon anledning inte företar val som i paragrafens andra stycke sägs. I det fallet utser Kungl. Maj:t ledamot och suppleant som skulle ha utsetts genom sådant val.

Enligt *fjärde stycket* skall de som ingår i styrelsen och deras suppleanter utses för en period om tre år. Avgår någon innan perioden utgått utses efterträdare för den återstående tiden.

Som framgår av den allmänna motiveringen (4.3 slutet) föreslår utredningen att ersättning av fondbörsens medel regelmässigt utgår för styrelsearbetet. Arvoden härför skall enligt *sista stycket* fastställas av Kungl. Maj:t. Arvodets storlek bör bestämmas mot bakgrund av att utredningen förutsatt betydande aktivitet från styrelsens sida.

3 § Det åligger enligt *första stycket* börsstyrelsen att tillsätta en chef för fondbörsens dagliga ledning och förvaltning. Vid behov får styrelsen enligt *andra stycket* utse en ställföreträdare för börschefen.

I och för sig föreligger inte hinder mot att börschefen – eller ställföreträdaren – också är styrelseledamot.

Börsstyrelsen ges i *tredje stycket* möjlighet att uppdra åt arbetsutskott eller åt ordföranden eller börschefen att avgöra ärende eller grupp av ärenden som inte är av sådan vikt att beslut bör fattas av styrelsen. Även i ärende som måste avgöras skyndsamt får styrelsen överlåta beslutanderätten på nämnda sätt. Så torde bli nödvändigt beträffande exempelvis s. k. börsstopp enligt 11 § första stycket.

4 § Paragrafen rör börsstyrelsens beslutförhet och jävssituationer.

I *första stycket* uppställs som villkor för styrelsens beslutförhet att ordföranden och minst fem andra ledamöter är närvarande.

I lagen har ej tagits upp några omröstningsregler för fattande av beslut inom styrelsen. Det får ankomma på Kungl. Maj:t att meddela sådana regler.

För styrelseledamot har i *andra stycket* föreskrivits när jäv skall anses föreligga. Därvid har upptagits sakägar-, intresse-, släktskaps- och ställföreträdarjäv samt en kompletterande generalklausul om jäv, se framställningen i 13.2.

Känner ledamot till omständighet, som kan antas utgöra jäv mot honom, skall han enligt *tredje stycket* självmant ge det till känna. Detta bör han givetvis göra snarast möjligt; har t. ex. i dagordning för styrelsesammanträde angetts ärende, vari han finner sig jävig, bör han utan dröjsmål efter det att han erhållit del av dagordningen ta kontakt med ordföranden eller börschefen.

I vissa ärenden av brådskande natur får ledamot, ehuru han är jävig, enligt *fjärde stycket* vidta åtgärd som ej utan olägligt uppskov kan ombesörjas av annan. Så kan vara fallet t. ex. om ledamoten ingår i arbetsutskott som handlägger fråga om s. k. börsstopp enligt 11 § första stycket.

Att nu nämnda jävsregler äger motsvarande tillämpning för börschefen framgår av *sista stycket*.

5 § Paragrafen handlar om förordnande årligen av revisorer för granskning av fondbörsens räkenskaper samt börsstyrelsens och börschefens förvaltning. Kungl. Maj:t utser en revisor med suppleant, som båda skall vara auktoriserade revisorer. Därjämte utser börsmedlemmarna en revisor jämte suppleant för honom.

6 § Denna paragraf innehåller regler om inregistrering av värdepapper vid fondbörsen.

Av *första stycket* första punkten framgår att förutsättningen för att ett värdepapper skall få bli föremål för handel och kursnotering vid fondbörsen är att det föreligger ett

alltjämt gällande inregistreringsbeslut beträffande värdepapperet.

I första stycket andra punkten sägs att beslut om inregistrering meddelas av börsstyrelsen. Normalt bör det vara börsstyrelsen som beslutar. 3 § tredje stycket öppnar emellertid möjlighet att låta t. ex. styrelsens ordförande ensam besluta om inregistrering i vissa fall.

*Andra stycket* upptar allmänna riktlinjer för prövning av fråga om inregistrering av värdepapper. Det föreskrivs till en början att hänsyn skall tas till den ekonomiska ställningen för den som utgett värdepapperet eller för den som eventuellt trätt i hans ställe genom övertagande av ansvaret för värdepapperet i fråga. Med denna föreskrift åsyftas att t. ex. ett bolag, som ansökt om inregistrering av sina aktier, måste ha en viss stabilitet i ekonomiskt hänseende. Vidare skall enligt andra stycket vid avgörande av fråga om inregistrering hänsyn tas till marknadsförhållandena för det värdepapper som avses och omständigheterna i övrigt. Vad angår marknadsförhållandena är det väsentliga att poster av värdepapperet är spridda på ett relativt stort antal personer och att man med fog kan räkna med en regelbunden handel av marknadsmässig karaktär i värdepapperet. Angående omständigheter i övrigt, till vilka hänsyn skall tas i en inregistreringsfråga, kan särskilt nämnas sådana som rör det allmänna förtroendet för en företagsledning, inte minst dess vilja att följa regler och god sed beträffande information till allmänheten.

De sålunda i lagen givna riktlinjerna för inregistrering är såsom framgått mycket generella. Avsikten är att mer preciserade regler skall ges i administrativ ordning. Därför skall enligt paragrafens sista stycke närmare bestämmelser om inregistrering meddelas av Kungl. Maj:t. Härvidlag hänvisar utredningen till sina överväganden och förslag i 6.2 och 6.3.

*Tredje stycket* i paragrafen ger uttryck för den s. k. kommunikationsprincipen (se 13.2). Beslut om avslag på ansökan om inregistrering får inte meddelas innan sökanden beretts tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet. Bestämmelsen avser givetvis inte svar på förfrågan under hand hos företrädare för fondbörsen, t. ex. börschefen, om möjligheterna att vinna inregistrering för visst värdepapper.

I *fjärde stycket* ges börsstyrelsen rätt att med bankinspektionens samtycke uppdra åt sammanslutning av svenska fondkommissionärer att i viss utsträckning besluta om inregistrering vid fondbörsen av värdepapper och att ombesörja notering av kurs. Det är således fråga om att låta sådan sammanslutning sköta viss del av fondbörsens verksamhet. Rätt att lämna uppdrag av förevarande slag föreligger "om det kan anses påkallat av marknadsförhållandena eller andra omständigheter". Med uttrycket marknadsförhållandena avses – i överenstämmelse med vad ovan sagts rörande paragrafens andra stycke – graden av värdepapperets spridning bland olika ägare samt omfattningen och arten av handeln i värdepapperet. Tanken är härvid att sammanslutning av fondkommissionärer skall kunna anförtros inregistrering m. m. vid fondbörsen i fråga om värdepapper med särskilda marknadsförhållanden, t. ex. värdepapper vari handeln visserligen är marknadsmässig men av jämförelsevis låg frekvens. Även andra omständigheter än marknadsförhållandena får föranleda att uppdrag av ifrågavarande slag lämnas. Sammanslutning av fondkommissionärer kan handha inregistrering m. m. exempelvis av värdepapper som utgetts av företag vars sammanlagda eget kapital understiger det belopp som fastställts som villkor för notering genom börsstyrelsens försorg.

Såsom framgår av 3.3 är ett syfte med möjligheten för börsstyrelsen att ge uppdrag som här nämnts åt sammanslutning av fondkommissionärer, att Svenska fondhandlareföreningen även i fortsättningen, ehuru inom fondbörsens ram, skall kunna utöva börsverksamhet i ungefär samma omfattning som för närvarande. Att viss kontinuitet i svensk börsverksamhet därigenom kan ernås får i och för sig anses vara en omständighet som talar för att uppdrag av avsett slag lämnas.

Uppdrag som nu sagts kan givetvis inte

påtvingas en sammanslutning av fondkommissionärer. Mottar den uppdraget blir den förpliktad att följa i lag eller annan författning givna regler om verksamheten i fråga. Vidare har sammanslutningen att iaktta de anvisningar som börsstyrelsen meddelar om uppdragets utförande, jfr 3.3.

7 § Enligt paragrafen får handel vid fondbörsen ske endast genom börsmedlem eller genom särskilt ombud för sådan, börsombud (angående medlemmar och ombud, se 13–22 §§). Är börsmedlem juridisk person måste han vid börshandel vara företrädd av börsombud. Den som annars äger företräda sådan juridisk person får alltså delta i börshandeln bara om han godkänts som börsombud.

8 § Här föreskrivs att kurser skall noteras med ledning av köpanbud, säljanbud och avslut vid fondbörsen samt att kursnoteringar omedelbart skall offentliggöras. Vem som skall ombesörja noteringen anges inte uttryckligen. I främsta rummet är det börsstyrelsen som svarar härför. Givetvis får styrelsen tillse att en eller flera befattningshavare vid fondbörsen förordnas att verkställa de dagliga noteringarna. Som framgår av 6 § fjärde stycket får börsstyrelsen under särskilda förutsättningar uppdra åt sammanslutning av fondkommissionärer att ombesörja viss kursnotering. I den mån sådant uppdrag lämnats blir det alltså sammanslutningen som närmast svarar för de med uppdraget förenade noteringarna. Dock åligger det även i sådant fall börsstyrelsen att kontrollera att notering sker i överensstämmelse med givna föreskrifter. Det ankommer enligt paragrafen på Kungl. Maj:t att utfärda närmare bestämmelser om noteringar och deras offentliggörande, se framställningen i 9.2.

9 § Paragrafen behandlar börsstyrelsens övervakning av kursbildning och handel vid fondbörsen.

Börsstyrelsen skall sålunda följa kursbildningen vid fondbörsen och tillse att handeln där sker under förhållanden som överensstämmer med lag och författning samt god affärssed.

Med kursbildningen avses tillkomsten av köp-, sälj- och betalkurser. Den ledande principen måste härvidlag liksom eljest vara att allmänhetens förtroende för börsen upprätthålls. Beträffande kursbildningen är därvid särskilt väsentligt dels att det rent tekniska förfarandet vid kurssättningen fungerar väl, dels att de bolag eller andra, vars värdepapper är inregistrerade, följer givna normer om information angående ekonomisk ställning m. m., dels att kurserna stadigvarande grundas på ett tillräckligt antal anbud av ej obetydlig storlek, och dels att de som på börsen avger dessa anbud, dvs. medlemmar och ombud, iakttar god affärssed.

Att börsstyrelsen skall följa kursbildningen innebär alltså huvudsakligen att den har att ständigt hålla uppsikt över att ovannämnda förutsättningar för en rättvisande kursbildning är för handen.

Denna uppgift sammanhänger praktiskt taget oskiljaktigt med den i paragrafen angivna skyldigheten för börsstyrelsen att också tillse att handeln vid fondbörsen sker under förhållanden som överensstämmer med lag och författning samt god affärssed. Härmed åsyftas just att framför allt de förut i fråga om kursbildningen angivna kraven på information m. m. är uppfyllda. Utredningen kan här hänvisa till avsnitt 2.1 (slutet), där elementära förutsättningar för en ändamålsenlig börsverksamhet har redovisats.

Börsstyrelsens uppgifter enligt denna paragraf omfattar även den verksamhet som sammanslutning av fondkommissionärer bedriver i anledning av sådant uppdrag som avses i 6 § fjärde stycket.

Beträffande hjälpmedel för börsstyrelsen att fullgöra sina uppgifter enligt förevarande paragraf, se särskilt 10–11 §§.

Någon sanktion mot bolag eller andra, vars värdepapper är inregistrerade, om de bryter mot vad som gäller för dem i fråga om informationsgivning eller eljest, har inte särskilt föreskrivits i denna lag. Såsom uttalats i den allmänna motiveringen (se 6.4) torde

behovet av sanktion kunna tillgodoses genom åtaganden i s. k. inregistreringskontrakt eller liknande dokument. Vad angår börsmedlemmar och börsombud finns tillgång till sanktioner i 15 och 21 §§.

**10 §** Paragrafen ålägger de bolag och andra, vars värdepapper redan är inregistrerade, samt börsmedlemmar och börsombud, att lämna börsstyrelsen de upplysningar som denna anser sig behöva för att fullgöra sina uppgifter enligt lagen.

Bestämmelsen kan i första hand ses i förhållande till 9 § vari börsstyrelsen uppmanas att vaka över att verksamheten vid börsen, såvitt gäller kursbildning och handel, försiggår i behörig ordning. Härför fordras givetvis att börsstyrelsen kan skaffa sig ett faktaunderlag för eventuella ingripanden. Sådant material berättigas börsstyrelsen i förevarande paragraf inhämta från den krets som på ett särskilt sätt är knuten till börsen. Behov av upplysningar från denna krets kan börsstyrelsen ha ej endast med hänsyn till sina uppgifter enligt 9 § – ehuru denna täcker de flesta av börsverksamhetens områden – utan också till följd av särskilda uppgifter enligt andra regler i lagen. Hit hör bl. a. föreskrifterna i 15 och 21 §§ om disciplinära åtgärder mot börsmedlemmar resp. börsombud – exempelvis kan börsstyrelsen behöva begära upplysningar om ombuds löneförhållanden – och regeln om avbrytande av handel och notering i 11 § första stycket samt bestämmelsen om avregistrering i 12 § första stycket.

Förevarande paragraf om upplysningsplikt för en viss krets är i princip tillämplig i alla frågor som det på grund av lagen tillkommer börsstyrelsen att gripa sig an. Har sammanslutning av fondkommissionärer erhållit uppdrag enligt 6 § fjärde stycket är den ej på grund därav berättigad att tillämpa ifrågavarande paragraf. Sådan sammanslutning får i förekommande fall göra anmälan till börsstyrelsen som får ta ställning till om upplysningar enligt paragrafen bör inhämtas.

I 31 § har intagits en straffbestämmelse rörande tystnadsplikt m. m. för ledamot av börsstyrelsen och befattningshavare vid fondbörsen. Härigenom skyddas alltså den som avfordras upplysningar enligt ovan.

Angående påföljd för den som bryter mot upplysningsplikten, jfr vad ovan sagts under 9 § samt framställningen i 8.3.1 (slutet).

**11 §** Paragrafen ger bestämmelser om avbrytande av handel och notering vid fondbörsen samt om förbud i sådant fall mot viss handel.

*Första stycket* rör avbrytande av handel och notering – s.k. börsstopp – beträffande värdepapper av visst slag. Det är alltså inte fråga om att ingripa mot all handel och notering vid fondbörsen – därom stadgas i tredje stycket – utan vid ett givet tillfälle bara mot handel och notering i ett visst slag av inregistrerat värdepapper, t. ex. aktierna i ett visst bolag eller någon gång kanske samtidigt aktierna i ytterligare något bolag.

Beslut om avbrytande som nu sagts får meddelas av det organ som svarar för notering av värdepapperet, dvs. börsstyrelsen eller, i den mån uppdrag enligt 6 § fjärde stycket lämnats, sammanslutning av fondkommissionärer.

För att meddela beslut enligt första stycket fordras att särskilda skäl finns för det. I avsnitt 8.3.2 har utredningen närmare beskrivit när sådana skäl kan föreligga. Härav framgår att ingripande framför allt bör ske i situationer då det har konstaterats eller med fog kan befaras att kursbildning och handel i ett visst värdepapper äger rum eller vid nästa börstillfälle kommer att äga rum under påverkan av förhållande som strider mot lag eller annan författning eller mot god affärssed. Sådant förhållande kan företrädesvis hänföra sig till dels bolag eller annan vars värdepapper är inregistrerat, dels börsmedlem eller börsombud, samt dels person utan särskild anknytning till börsen, t. ex. en spekulant.

Såsom påpekats ovan vid 9 § utgör avbrytande som här avses ett hjälpmedel för börsstyrelsen att fullgöra sina uppgifter enligt nämnda paragraf. Tanken är bl. a. att ett avbrytande av handel och notering i visst

värdepapper skall ge börsstyrelsen tid att undanröja förhållande som på ej önskat sätt påverkar eller kan komma att påverka börsverksamheten. Härför kan det bli nödvändigt att företa vissa undersökningar, t. ex. skaffa upplysningar enligt 10 §. Under den tid då sådana undersökningar pågår, och innan störningen av börsverksamheten om möjligt avlägsnats, kan det vara lämpligt att handel och notering tills vidare avbryts i det värdepapper varom är fråga.

I första stycket sista punkten föreskrivs att beslut som ovan sagts ej får gälla längre än oundgängligen behövs. Härigenom inskärps att avbrytandet ej får onödigtvis inkräkta på börsen funktion att ge de inregistrerade värdepapperna likviditet. Den som meddelat beslut om avbrytande måste alltså upphäva detta när åtgärder i skälig omfattning har vidtagits. Vad som härutinnan skall krävas får bedömas från fall till fall. Endast undantagsvis bör ett beslut av förevarande slag vara i kraft mer än ett par dagar.

För att skydda särskilt den aktieintresserade allmänheten föreskrivs i *andra stycket*, att under den tid då beslut enligt första stycket gäller får fondkommissionär inte avtala om eller medverka till avtal om köp eller försäljning av värdepapper som beslutet avser. Vad nu sagts gäller transaktioner såväl vid som utanför fondbörsen. Det bör uppmärksammas att förbudet går utöver börsmedlemmarnas krets. Även fondkommissionär som ej är börsmedlem omfattas av förbudet.

Enligt andra stycket sista punkten får oavsett förbud som nyss sagts uppgörelse ske av redan avslutade affärer. Om avtal ingåtts innan beslut enligt första stycket meddelats får alltså de med avtalet avsedda värdepapperen levereras, likvid erläggas och andra med själva uppgörelsen förenade åtgärder vidtas.

För överträdelse av förbud enligt andra stycket har i lagen ej särskilt föreskrivits någon påföljd. Fondkommissionär kan dock på grund av sådan överträdelse bli föremål för sanktioner enligt de regler som gäller för sådana yrkesutövare. Börsmedlem kan därjämte utsättas för sanktioner från fondbörsens sida.

*Tredje stycket* reglerar s. k. börsstängning, dvs. avbrytande av all handel och notering vid fondbörsen. Det är alltså fråga om ett långtgående ingrepp i det ekonomiska livet. Huvudregeln är att beslut om sådant avbrytande meddelas av Kungl. Maj:t. För beslut förutsätts att utomordentliga förhållanden råder, dvs. att krig, krigsfara eller andra för vårt land hotande lägen är för handen. Är fara i dröjsmål, dvs. erfordras snabbt beslut om börsstängning, t. ex. för att mildra verkningarna av panik hos aktieägare, får börsstyrelsen meddela sådant beslut efter samråd med fullmäktige i riksbanken och bankinspektionen. Börsstyrelsens beslut måste dock tidsbegränsas och får aldrig avse längre tid än en vecka.

Såsom anmärkts i 8.3.2 (slutet) utgör tredje stycket ej hinder för börsstyrelsen att besluta att börsverksamhet ej äger rum på viss dag i anslutning till helg.

Även vid beslut om avbrytande av all handel och notering gäller enligt tredje stycket sista punkten det förbud mot handel som nämns i andra stycket. Kungl. Maj:t får dock förordna att sådant förbud inte skall gälla under börsstängning.

*Fjärde stycket* ålägger börsstyrelsen att omedelbart offentliggöra beslut enligt förevarande paragraf. Därjämte skall börsstyrelsen genast underrätta fondkommissionärerna om sådant beslut. I fall då beslut enligt paragrafen fattats av annan än börsstyrelsen, t. ex. sammanslutning av fondkommissionärer, förutsätts alltså att den som meddelat beslutet först har underrättat börsstyrelsen.

Besvärsrätt föreligger ej i fråga om beslut enligt denna paragraf.

12 § Paragrafen lämnar regler om avregistrering av värdepapper.

Avregistrering av visst värdepapper får enligt *första stycket* ske om marknadsförhållandena eller annan omständighet föranleder det och det inte är olämpligt från allmän synpunkt. Utredningen har i 8.3.1 detaljerat redogjort för de materiella förutsättningarna för avregistrering.

Enligt *andra stycket* ankommer det på det

organ som svarar för notering av värdepappe-ret i fråga att meddela beslut angående avregistrering. Liknande bestämmelse finns i 11 § första stycket för beslut om s. k. börsstopp.

Beslut om avregistrering skall enligt andra stycket sista punkten omedelbart offentliggöras. Den som meddelat beslutet får anses skyldig att vidta denna åtgärd.

*Tredje stycket* ger en föreskrift om kommunikation. Huvudregeln är att beslut om avregistrering inte får meddelas innan den som utgett det värdepapper, varom är fråga, eller den som trätt i hans ställe, har beretts tillfälle att yttra sig över det som tillförts ärendet. Avsteg härifrån får göras när särskilda skäl föreligger. Så kan vara fallet t.ex. om värdepapperet inregistrerats utan föregående ansökan eller när ett företag begärt att dess värdepapper skall avregistreras.

Besvärsrätt föreligger ej i fråga om beslut enligt denna paragraf.

**13 §** Här utsägs att grundförutsättningen för att bli börsmedlem är att vederbörande har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt därom givna regler. Att denna förutsättning är uppfylld är dock enligt paragrafen inte tillräckligt. Ansökan om medlemskap skall diskretionärt prövas av börsstyrelsen, se 5.2.1. Beslut om avslag på sådan ansökan får överklagas enligt 29 § 1.

**14 §** Paragrafen anger vissa fall då börsmedlemskap upphör eller vissa av medlemskapets rättigheter temporärt dras in.

Definitivt upphör medlemskapet om tillståndet att driva fondkommisionsrörelse förfaller eller återkallas.

Har bankinspektionen med stöd av den för fondkommissionsrörelse gällande lagstiftningen förbjudit fondkommissionär som är börsmedlem att fortsätta sin rörelse under viss tid, får medlemmen under denna tid ej själv eller genom börsombud delta i verksamheten vid fondbörsen, dvs. i handel och notering. Däremot avses ej att förbud av nämnda slag från bankinspektionens sida i och för sig fråntar medlemmen rätten att på annat sätt verka i börssammanhang, t. ex. tjänstgöra som ledamot i börsstyrelsen.

**15 §** Paragrafen innehåller regler om disciplinära åtgärder mot börsmedlem.

Sanktionerna är av två slag, medlemskapets upphörande och skriftlig erinran.

Börsstyrelsen kan besluta om sådan påföljd om medlem bryter mot denna lag eller mot föreskrift som meddelats med stöd därav, dvs. av Kungl. Maj:t, bankinspektionen eller börsstyrelsen givna bestämmelser. Vidare kan bestraffning inträda om medlem eljest är olämplig som börsmedlem. Skriftlig erinran får användas vid lindrigare överträdelser. Angående kommunikation och överklagande av beslut om upphörande av medlemskap, se 22 § och 29 § 2.

**16 §** I detta lagrum berörs villkoren för att bli godkänd som börsombud av börsstyrelsen.

Grundförutsättningen är enligt *första stycket* att vederbörande är fast anställd hos börsmedlem. Därjämte får börsstyrelsen pröva om även de förutsättningar är uppfyllda som Kungl. Maj:t i administrativ ordning torde komma att meddela. Ansökan om godkännande skall göras hos börsstyrelsen av den medlem hos vilken ombudet har anställning.

Enligt *andra stycket* bestämmer börsstyrelsen det högsta antalet börsombud för varje medlem. Regeln är motiverad närmast av att antalet deltagare i börsverksamheten åtminstone för närvarande av praktiska skäl måste vara begränsat. I sista punkten föreskrivs att godkännande som ombud gäller för ett kalenderår i sänder eller till årets utgång.

Om talan mot beslut om avslag på ansökan om godkännande som börsombud, se 29 § 1.

**17 §** Paragrafen berör vissa fall då godkännande som börsombud förfaller. Så sker dels om den hos vilken ombudet är anställd upphör att vara börsmedlem, dels om ombudets anställning upphör hos den medlem som ansökt om hans godkännande. Hinder

föreligger givetvis i och för sig ej att ombudet därefter godkänns som börsombud för annan börsmedlem.

18—20 §§ Dessa paragrafer behandlar skyldighet för börsombud att till bankinspektionen anmäla visst innehav av värdepapper.

*18 §* anger de värdepapper som avses.

Börsombud skall sålunda enligt *första stycket* utan dröjsmål anmäla innehav och ändring i innehavet av aktie som är inregistrerad vid fondbörsen.

Enligt *andra stycket* ingår i anmälningsskyldigheten även andra aktierättsliga handlingar än aktier, nämligen emissionsbevis avseende aktier inregistrerade vid börsen. Vidare ingår vissa typer av skuldebrev, vilka är inregistrerade vid fondbörsen, nämligen konvertibla skuldebrev ävensom skuldebrev vilka är förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis.

*19 §* anger vilka personers värdepappersinnehav som börsombudet skall anmäla. Personkretsen omfattar, förutom börsombudet själv, hans make och omyndigt barn som står under hans vårdnad. Därjämte gäller anmälningskyldigheten även juridisk persons värdepappersinnehav under de förutsättningar som nämns i andra punkten av paragrafen. Jfr angående ifrågavarande personkrets 4 § lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav samt kommentaren härtill i prop. 1971:130 s. 31 ff.

*20 §* ålägger bankinspektionen att meddela närmare bestämmelser om hur anmälningsskyldigheten skall fullgöras. I paragrafens andra punkt ges börsstyrelsen rätt att ta del av inspektionens register över ifrågavarande anmälningar. Registret avses alltså ej vara offentligt. I 32 § har intagits en straffbestämmelse för brott mot skyldighet att anmäla värdepappersinnehav.

21 § Paragrafen innehåller bestämmelser om disciplinära åtgärder mot börsombud. Reglerna motsvarar dem som enligt 15 § gäller för börsmedlem.

22 § I paragrafen ges obligatoriska bestämmelser om kommunikation i vissa ärenden rörande börsmedlem eller börsombud.

Beslut om upphörande av medlemskap, om återkallande av godkännande som börsombud eller om skriftlig erinran får inte meddelas innan den som avses med beslutet — dvs. medlemmen resp. ombudet — fått tillfälle yttra sig över det material som finns i ärendet. Avser beslutet börsombud skall också den medlem hos vilket ombudet är anställd höras innan beslutet fattas.

23 § Häri sägs att för finansieringen av fondbörsens verksamhet får tas ut avgifter enligt Kungl. Maj:ts bestämmande.

Avsikten är att fondbörsen skall vara en självförsörjande institution. Fondbörsens viktigaste inkomstkällor lär liksom hittills bli medlems- och värdepappersavgifter. De som direkt använder sig av börsens tjänster, medlemmarna och de företag eller andra vars värdepapper är inregistrerade, torde sålunda i första hand få stå för vad det kostar att driva fondbörsen. Se framställningen i 11.2.

24 § Paragrafen reglerar grundfond och åtgärder vid förlust.

Värderingen av fondbörsens tillgångar skall ske enligt god redovisningssed. Värderingen av tillgångarna bör ske i analogi med reglerna för aktiebolag. Beloppet av en uppskrivning enligt 100 § 2 mom. lagen (1944:705) om aktiebolag, vilken regel motsvaras av 100 § fjärde stycket i förslaget till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15), bör få tillföras börsens eget kapital och alltså kunna användas för täckning av eventuell förlust.

25—28 §§ Paragraferna handlar om bankinspektionens tillsyn över fondbörsen.

25 § första stycket anger helt allmänt inspektionens tillsynsuppgifter. Vidare har i 25—27 §§ tagits in bestämmelser som avser att möjliggöra eller underlätta inspektionens tillsyn. Härvidlag kan hänvisas till framställningen i 12.2. Vad angår bestridande av kostnaden för tillsynen, skall enligt 28 § fondbörsen lämna bidrag härtill på sätt Kungl. Maj:t bestämmer.

29–30 §§ Dessa paragrafer innehåller bestämmelser om besvär.

Här må endast sägas att rätten till talan mot börsstyrelsens beslut har begränsats till vissa frågor rörande medlemmar och ombud, nämligen dels beslut om avslag på ansökan om medlemskap eller om godkännande som börsombud, dels beslut om upphörande av medlemskap eller om återkallande av godkännande som börsombud. Berättigad att föra sådan besvärstalan är den som avses med beslutet, dvs. medlem eller ombud. Beträffande beslut som avser börsombud har dock även vederbörande medlem rätt att klaga.

31 § Paragrafen ger en straffregel om brott mot börssekretess.

Ledamot av börsstyrelsen eller befattningshavare vid fondbörsen får ej obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten erfarit om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

Personkretsen omfattar både sådana som har fullständigt ämbetsansvar och andra. Gärningen består i att yppa eller nyttja något som under uppdraget eller i tjänsten erfarits om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden. Yppandet eller nyttjandet skall ske obehörigen. I det senare avseendet kan nämnas det fallet att någon utnyttjar en inom fondbörsen i förtroende erhållen uppgift om ett börsbolag i sina privata aktieaffärer. Tystnadsplikten kan brytas av vittnesplikt eller av annat tvingande skäl. Obehörigt yppande eller nyttjande torde vidare i regel ej föreligga t. ex. om den som berörs därav lämnat medgivande till eller uppenbarligen ej kan lida någon skada av åtgärden.

I subjektivt hänseende fordras uppsåt eller oaktsamhet. Straffet är böter eller fängelse i högst ett år.

Eftersom ifrågavarande regel närmast är till för att skydda enskilt intresse (t. ex. börsbolag, börsmedlem och börsombud) har en särskild åtalsregel införts. Allmänt åtal får sålunda väckas bara om målsägande anger brottet till åtal eller åtal är påkallat från allmän synpunkt.

32 § I denna paragraf ges straffbestämmelse för börsombud som ej fullgör sin skyldighet att anmäla värdepappersinnehav enligt 18–20 §§.

Överträdelsen skall för att anses straffbar ske uppsåtligen eller av oaktsamhet. Straffet är böter eller fängelse i högst sex månader. I ringa fall skall ej dömas till ansvar. I sådana fall skall åtal alltså ej väckas. Frågan när omständigheterna skall anses ringa får lösas i praxis. Exempel på en ringa förseelse är att anmälningsskyldigheten avser bara ett fåtal aktier (jfr prop. 1971:130 s. 35). Även en uppsåtlig överträdelse kan vara att bedöma som ringa.

Någon särskild åtalsregel har ej medtagits i denna paragraf.

33 § Häri föreskrivs straff för den som idkar olaga fondbörsverksamhet.

Gärningen består i att vid sidan av Stockholms fondbörs bedriva fondbörsverksamhet här i riket. Vad som härvid avses med sådan verksamhet framgår av 1 § andra stycket.

Straffet är böter eller fängelse i högst ett år. Särskild åtalsregel har inte medtagits i denna paragraf. Det bör i allmänhet ankomma på bankinspektionen att ange överträdelse till åtal.

I 1919 års lag (42 §, 49 § 1) kriminaliseras i viss omfattning offentliggörande och utspridande av kurslistor (se framställningen i 3.2). Någon motsvarighet härtill har utredningen inte föreslagit. En sådan regel skulle syfta till att hindra spridning av vilseledande kurslistor. Enligt utredningens mening behövs ej någon dylik regel. Nämnda syfte kan uppnås genom straffbestämmelsen i förevarande paragraf och genom att fondbörsen på ett effektivt sätt förmedlar kursuppgifter till allmänheten. Därjämte får man förlita sig på den nyhetsservice som lämnas t. ex. av tidningspressen.

*Ikraftträdande- och övergångsbestämmelser*

Härom hänvisas till kap. 14.

# 16 Följdändringar i vissa lagar och andra författningar

Om de i föregående kapitel framlagda förslagen genomförs får till en början ändringar göras i 1919 års lag, dvs. *lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet*. Vissa av paragraferna i den lagen rör enbart fondbörsverksamhet, nämligen 26–37 §§. Dessa regler ersätts av utredningens förslag till ny börslagstiftning och bör alltså upphävas. Detsamma gäller 42 § och 49 § 1 i 1919 års lag som handlar om kurslistor. Därjämte bör, eftersom avsikten är att avskaffa institutet börsauktion, 56 § upphävas. Somliga paragrafer i 1919 års lag avser för närvarande såväl fondbörsverksamhet som fondkommissionsrörelse. I den mån ordalydelsen av dessa paragrafer är sådan, att däri används uttryck såsom fondbörsverksamhet e. d., bör paragrafernas lydelse ändras. Hit hör 38 och 39 §§ vari ges bestämmelser om tillsynsmyndigheten. Lydelsen av dessa paragrafer bör alltså justeras på det sättet att de i fortsättningen tar sikte på endast den del av tillsynsområdet som faller utanför börsverksamheten. I 39 § bör vidare uttrycket "solidariskt bankbolag" utgå liksom vad där sägs om rätt för befattningshavare vid tillsynsmyndigheten att äga del i bankaktiebolag (jfr 160 § lagen (1955: 183) om bankrörelse).

1919 års lag skulle efter nämnda ändringar komma att handla om främst fondkommissionsrörelse. Därför föreslår utredningen att lagen får den nya rubriken Fondkommissionslag.

Såsom framgår av kap. 12 föreslår utredningen (28 § lagförslaget och 25 § förslaget till kungörelse) att fondbörsen årligen skall utge bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt lagen om Stockholms fondbörs. För närvarande skall, såsom också påpekas i 12 kap., fondkommissionärerna – enligt *kungörelsen (1965: 859) om fondkommissionärs bidrag till bestridande av kostnaden för bankinspektionens verksamhet* – utge bidrag ej bara till kostnaderna för inspektionens tillsyn över fondkommissionärerna utan också till kostnaderna för inspektionens tillsyn över fondbörsen. I det senare avseendet bortfaller enligt utredningens förslag den direkta bidragsskyldigheten för fondkommissionärerna. Det kunde därför finnas anledning ta ställning till om det i nämnda kungörelse angivna beräkningssättet för skyldigheten att utge bidrag borde justeras. I dag åligger det enligt kungörelsen fondkommissionär att erlägga bidrag med 7/10 procent (i visst fall 4/10) av sammanlagda beloppet av de provisioner kommissionären under närmast föregående kalenderår uppburit på avtal som han slutit om köp och försäljning av fondpapper. Utredningen har emellertid funnit att man bör avvakta de erfarenheter som tillämpningen av en ny börslagstiftning kan ge, innan man ändrar nämnda procentsatser. I kungörelsen bör dock den däri intagna hänvisningen till "lagen (1919: 240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet" er-

sättas med en hänvisning som använder sig av den föreslagna nya rubriken på nämnda lag.

Med hänsyn till nyssnämnda ändring av rubriken till 1919 års lag och på grund av att utredningens förslag innebär att Stockholms fondbörs skall vara landets enda fondbörs, behöver vidare smärre ändringar ske i 2, 8, 9 och 12 §§ *Kungl. Maj:ts instruktion (1970: 538) för bankinspektionen.*

Utredningen har i avsnitt 6.1 redovisat bestämmelser i olika författningar utanför den egentliga börslagstiftningen där det förhållandet, att ett värdepapper är inregistrerat vid fondbörsen, tillmäts viss juridisk betydelse. I nämnda bestämmelser används därvid uttryck såsom "aktie som noteras vid fondbörs" e. d. Med hänsyn till att enligt utredningens förslag även värdepapper, som för närvarande är upptagna på fondhandlarlistan, avses bli inregistrerade vid fondbörsen, har undersökts om på grund härav ändringar i ovannämnda bestämmelser erfordras. Därvid har observerats den särskilda innebörd som enligt utredningens förslag ges uttrycken börsnotering och fondhandlarnotering (se 6.2.1).

I 1 § *lagen (1971: 827) om registrering av aktieinnehav* sägs sålunda att lagen är tillämplig på sådan aktie i svenskt aktiebolag som noteras vid Stockholms fondbörs eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer. Eftersom lista av nyssnämda slag enligt utredningens förslag får omfatta bara värdepapper som är inregistrerade vid fondbörsen och således skall noteras där, kan i angivna paragraf orden "eller på lista utgiven av svenska fondkommissionärer" utgå. Denna ändring bör träda i kraft först den 1 januari 1976. Därigenom beaktas att enligt punkt 5 övergångsreglerna till den föreslagna lagen om Stockholms fondbörs kan fondhandlarföreningen få fortsätta sin hittillsvarande börsverksamhet till – längst – utgången av år 1975.

107 § 1 mom. andra stycket *lagen (1944: 705) om aktiebolag* föreskriver att om ett bolags aktier eller av bolaget utgivna obligationer är föremål för notering å fondbörs inom riket, skall minst en av revisorerna vara auktoriserad revisor. Låter man detta lagrum kvarstå oförändrat skulle alltså kravet på auktoriserad revisor, om utredningens förslag till börslagstiftning genomförs, kunna komma att gälla även bolag som för närvarande återfinns på fondhandlarlistan. Detta anser utredningen vara en lämplig ordning som tillika överensstämmer med principen i förevarande ämne i aktiebolagsutredningens förslag (SOU 1971: 15 s. 256).

Såsom utredningen påpekat (se 6.1) innehåller 57 § *lagen (1955: 183) om bankrörelse* en bestämmelse angående fordringar för vilka säkerheten utgörs av förlagsbevis eller aktie, som noteras vid fondbörs här i landet. Fordringar med säkerhet av nämnda slag har inordnats i "riskgrad 3" med hänsyn till att bankinstituten vid krediter mot ifrågavarande säkerheter tillämpar förhållandevis försiktiga och enhetliga belåningskurser (prop. 1968: 143 s. 145). Sådan regel som i 57 § lagen om bankrörelse finns också i 26 § *lagen (1955: 416) om sparbanker,* 34 § *lagen (1956: 216) om jordbrukskasserörelsen* och 7 § *lagen (1969: 732) om postbanken.* Beträffande frågan huruvida ändring behöver göras i nämnda paragrafer kan följande anföras.

I fråga om såväl inregistrering för börsnotering som inregistrering för fondhandlarnotering kan man utgå från att inregistreringen avser seriösa företag i vars värdepapper man kan räkna med en stadig omsättning på börsen. Även om i vissa avseenden villkoren för inregistrering är olika, exempelvis beträffande det egna kapitalets storlek och värdepappernas spridning, synes knappast motiverat att i belåningshänseende göra en legal åtskillnad mellan börsnoterade värdepapper och fondhandlarnoterade värdepapper. En strikt kategoriklyvning vore dessutom från marknadssynpunkt mindre önskvärd. Den skillnad som kan föreligga mellan olika värdepappers värde såsom säkerhet får i stället beaktas vid fastställande av deras belåningskurser.

På grund av det anförda anser utredningen att alla de förlagsbevis och aktier, som kan komma att vara inregistrerade vid fondbör-

sen enligt den föreslagna lagstiftningen, bör vara likvärdiga vid tillämpning av 57 § lagen om bankrörelse, 26 § sparbankslagen, 34 § lagen om jordbrukskasserörelsen och 7 § postbankslagen. Dessa lagrum behöver alltså inte ändras till följd av utredningens förslag.

Enligt 59 § andra stycket lagen om bankrörelse får vidare aktie i bolag, som huvudsakligen förvaltar eller driver handel med aktier eller som idkar emissionsrörelse, tas emot som pant endast om aktien noteras vid fondbörs här i landet. Vad nu sagts gäller enligt nämnda lagrum även förlagsbevis som utfärdats av sådant bolag. I 28 § sparbankslagen, 36 § lagen om jordbrukskasserörelsen och 9 § postbankslagen finns motsvarande regler.

Förutsättningen för belåningsbarhet är alltså att förvaltningsbolags aktier och förlagsbevis skall vara inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Följaktligen kan ej aktier och förlagsbevis som är upptagna på fondhandlarlistan belånas enligt nämnda lagrum. I förarbetena till 59 § lagen om bankrörelse (prop 1968: 143 s. 198 och 234) framhålls bl. a. att värdepapperen skall vara föremål för löpande kursnoteringar vid fondbörsen och det erinras om att inregistrerade värdepapper tas upp i den officiella kurslista som varje börsdag utfärdas över de på börsen noterade kurserna.

De garantier i olika hänseenden – t. ex. i fråga om fortlöpande kursnotering, varigenom en kreditgivare kan kontinuerligt följa pantens värde – som inregistrering vid fondbörsen i dag medför, kommer att vara för handen också enligt den av utredningen föreslagna lagstiftningen. Därför anser utredningen, i likhet med vad ovan sagts beträffande bl. a. 57 § lagen om bankrörelse, att någon ändring i detta sammanhang ej behöver göras i 59 § nyssnämnda lag, ej heller i 28 § sparbankslagen, 36 § lagen om jordbrukskasserörelsen eller 9 § postbankslagen.

I 11 § första stycket *lagen (1949: 722) om pantlånerörelse* sägs att har lån förfallit till betalning får lämnad pant försäljas. Andra stycket föreskriver bl. a. att försäljningen ej får ske annorledes än på offentlig auktion eller, då panten är "å fondbörs noterat värdepapper", genom fondkommissionär till gällande börspris. Det senare fallet torde således avse bara vid Stockholms fondbörs inregistrerade värdepapper, ej värdepapper upptagna på fondhandlarlistan. Ett syfte med bestämmelsen får antas vara att skydda låntagaren (jfr prop. 1949: 201 s. 26) så att panten ej säljs till underpris. Enligt utredningens mening bör lydelsen av ifrågavarande lagrum därför behållas oförändrad vid genomförande av föreslagen börslagstiftning. 11 § andra stycket lagen om pantlånerörelse skulle alltså komma att omfatta alla enligt den nya ordningen inregistrerade värdepapper.

I 3 § *kungörelsen (1970: 600) om förenklad aktiehantering* stadgas att aktiebolag, vars aktier noteras vid Stockholms fondbörs, skall omedelbart underrätta börsstyrelsen dels om beslut att tillämpa lagen (1970:596) om förenklad aktiehantering, dels om den dag när beslutet skall börja tillämpas. Någon anledning finns ej att företa ändring i nämnda paragraf till följd av förslagen i detta betänkande. Detsamma gäller bestämmelsen i 5 § sista stycket *lagen (1973: 302) om konvertibla skuldebrev m. m.* där i samband med föreskrifter om förfarandet vid emission, sägs, att skall skuldebrev bli "föremål för handel vid fondbörs" kan i emissionsbeslut upptas bemyndigande för vederbörande bolagsstyrelse eller den styrelsen inom sig förordnar att innan teckning påbörjas bestämma emissionens belopp m. m.

Slutligen torde i detta sammanhang ändring ej heller erfordras i 23 § *förordningen (1941: 416) om arvsskatt och gåvoskatt* enligt vilken aktie, obligation eller därmed jämförlig värdehandling skall uppskattas till i första hand det noterade värdet, om det är fråga om värdepapper som "noteras å inländsk eller utländsk börs."

# Bilaga 1 Aktiehandelns omfattning

*av Jan Werding*

I denna bilaga redovisas uppgifter om omsättningen av dels aktier som noteras på Stockholms Fondbörs och dels aktier som noteras på Svenska Fondhandlareföreningens kurslista. Dessutom presenteras vissa andra statistiska uppgifter som är ägnade att belysa aktieomsättningens utveckling och karaktär.

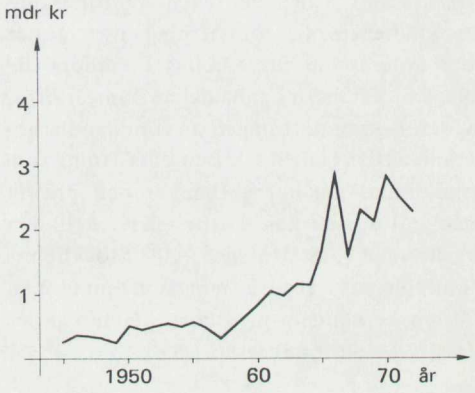
I tabell 1 visas beräknad omsättning av alla typer av aktier och fondkommissionärernas andel därav. Den totala aktieomsättningen har beräknats utifrån uppgifter om erlagd fondstämpelavgift. Beräkningen bygger på antagandet att de fondstämpelavgifter som inte betalas in genom fondkommissionärer bara till obetydlig del avser omsättning av

*Tabell 1* Beräknad omsättning av aktier, totalt och genom fondkommissionärer (mkr)

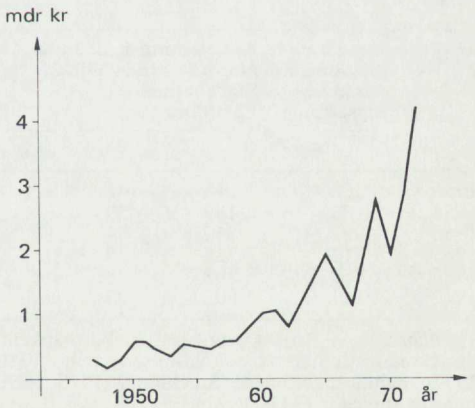
| År | Beräknad total aktieomsättning | Därav fondkommissionärernas aktieomsättning | Övrig aktieomsättning |
|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1950 | 1 039 | 535 | 504 |
| 1955 | 1 059 | 486 | 573 |
| 1960 | 1 818 | 992 | 826 |
| 1965 | 3 552 | 1 917 | 1 635 |
| 1970 | 4 688 | 1 850 | 2 838 |
| 1972 | 6 445 | 4 147 | 2 298 |

*Källor:* Kol. 2 uppgifter från bankinspektionen om värdet av försålda fondstämplar till fondkommissionärer och övriga; kol. 3 SOS Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC 1972, Bankinspektionen. Stockholm 1973 (och tidigare upplagor 1947–1971)

(a) omsättning av aktier genom fondkommissionärer




(b) beräknad övrig aktieomsättning




*Figur 1* Omsättning av aktier genom fondkommissionärer och beräknad övrig aktieomsättning (mdr kr)

obligationer. Övrig aktieomsättning (kol. 4 i tabell 1) kan då beräknas eftersom motsvarande fondstämpelavgift utgör 3 °/₀₀ av omsättningen. Eftersom stämpeln på obligationsomsättning bara är 1 °/₀₀ så är beräkningsresultatet ganska okänsligt för eventuellt bristande realism i det ovan nämnda antagandet.

Omsättningsuppgifterna i tabell 1 kol. 3 och kol. 4 är inte jämställda. Som framgår av diskussionen i bilaga 5 så torde fondkommissionärerna förmedla det man i dagligt tal brukar kalla aktiehandeln. Kol. 4 avser därför överlåtelser av hela företag, överlåtelser mellan närstående o. dyl. En översiktsbild av utvecklingen betr. dessa båda typer av aktieomsättning ges i figur 1.

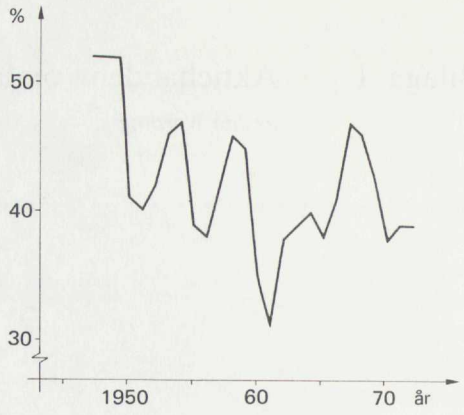
Den överväldigande delen av fondkommissionärernas aktieomsättning avser aktier som noteras vid Stockholms Fondbörs (jfr bilaga 5). Hur stor denna del är framgår bl. a. av den låga omsättningen av fondhandlarnoterade aktier (tabell 6). Den omsättning som fondkommissionärerna (banker och privata mäklare) uppger kan därför relateras till den registrerade omsättningen vid Stockholms Fondbörs. Av tabell 2 framgår att mindre än hälften av handeln med börsnoterade aktier registreras vid fondbörsen.

*Tabell 2* Omsättning av börsnoterade aktier (mkr)

| År | Fondkommissionärernas aktieomsättning | Aktieomsättning på Stockholms Fondbörs | Kol. 3 i % av kol. 2 |
|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1950 | 535 | 218 | 41 |
| 1955 | 486 | 189 | 39 |
| 1960 | 992 | 342 | 34 |
| 1965 | 1 917 | 735 | 38 |
| 1970 | 1 850 | 708 | 38 |
| 1972 | 4 147 | 1 602 | 39 |

*Källa:* SOS Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC 1972, Bankinspektionen, Stockholm 1973 (och tidigare upplagor 1947–1971).

En överblick av andelen handel över fondbörsen ges i figur 2.




*Figur 2* Stockholms Fondbörs andel av fondkommissionärernas aktieomsättning (%)

Aktieomsättningens utveckling avspeglar till en del en förändring i antalet bolag vars aktier noterats på Stockholms Fondbörs och även förändringar i aktiekapital och aktiernas dagsvärde.

*Tabell 3* På Stockholms Fondbörs noterade aktiebolag

| Ultimo år | Antal börsbolag | Börsbolagsaktiernas värde i mkr | |
|---|---|---|---|
| | | nominellt | dagsvärde |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1945 | 93 | 2 280 | 4 780 |
| 1950 | 90 | 2 650 | 5 900 |
| 1955 | 96 | 4 000 | 8 680 |
| 1960 | 105 | 5 600 | 16 980 |
| 1965 | 115 | 8 260 | 23 770 |
| 1970 | 106 | 11 900 | 23 970 |
| 1972 | 104 | 12 900 | 32 920 |

*Källa:* Kol. 2 och 3; SOS Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC, Bankinspektionen, Stockholm 1972 (och tidigare årgångar). Kol. 4; 1945–60 SOU 1965–72, sid. 135 1965–72 Stockholms fondbörs årsberättelse.

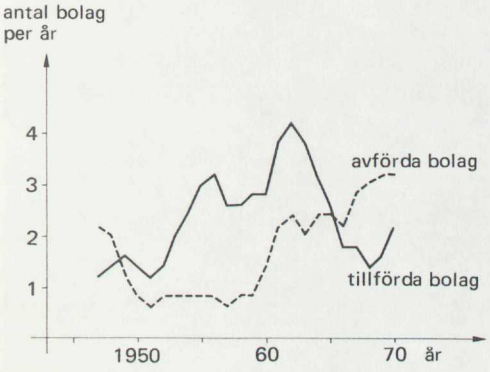
De bolag vars aktier noterats på Stockholms Fondbörs har ingalunda varit desamma under hela efterkrigstiden. Åtskilliga bolag har inregistrerats vid börsen och andra avförts från notering.

*Tabell 4* På Stockholms Fondbörs noterade och från notering avförda aktiebolag

| Period | Antalet vid periodens slut noterade bolag | Antal under perioden | |
|---|---|---|---|
| | | tillförda bolag | avförda bolag |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1945 | 93 | | |
| 1946–50 | 90 | 7 | 10 |
| 1951–55 | 96 | 10 | 4 |
| 1956–60 | 105 | 13 | 4 |
| 1961–65 | 115 | 19 | 9 |
| 1966–70 | 106 | 7 | 16 |
| 1971–72 | 104 | 6 | 8 |

*Källa:* Bolagsregister och noteringslistor vid Stockholms Fondbörs.

En överblick av omsättningen av bolag på fondbörsens noteringslistor ges i figur 3.




*Figur 3* Antal aktiebolag per år som tillförts och avförts från notering på Stockholms Fondbörs (5 års glidande medeltal)

Av figur 3 framgår att Stockholms Fondbörs noteringslista minskade i omfång under mitten av 1940-talet. Därefter ökade antalet bolag fram till mitten av 1960-talet (den heldragna linjen för tillförda bolag ligger över den streckade för avförda). Från mitten av 1960-talet har sedan antalet börsbolag minskat. Som framgår av figuren beror den nu fortgående minskningen på att den starka stegringen i nyintroduceringstakten under 1950-talet kraftigt bröts vid början av 1960-talet samtidigt som avgångstakten började och fortsatte att öka.

Som en jämförelse med utvecklingen betr. fondbörsnoterade aktier redovisas i tabellerna 5 och 6 några uppgifter om de aktiebolag som noterats på Svenska Fondhandlareföreningens lista.

*Tabell 5* Fondhandlarnoterade aktiebolag

| Ultimo år | Antal bolag | De fondhandlarnoterade aktiernas värde i milj. kr | |
|---|---|---|---|
| | | nominellt | dagsvärde |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1970 | 36 | 874 | 1 173 |
| 1972 | 33 | 827 | 1 656 |

*Källor:* Högsta och lägsta betalkurser 1972 (o. 1970) utg. av Jacobson o. Ponsbach AB; Fondnoteringsuppgifter vid resp. års slut sammanställda av Svenska Fondhandlareföreningen; Svenska Aktiebolag 1972/73.

De fondhandlarnoterade aktiernas dagsvärde är som synes bara cirka 5 % av de fondbörsnoterade aktiernas värde.

*Tabell 6* Omsättningshastighet på Stockholms fondbörs (aktier) och Fondhandlarlistan (mkr)

| År | Omsättning på Stockholms fondbörs | Dagsvärde av fondbörsnoterade aktier | Kol. 2 i % av kol. 3 | Omsättning vid upprop av fondhandlarlistan | Dagsvärde av fondhandlarnoterade aktier | Kol. 5 i % av kol. 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1945 | 188 | 4 784 | 3,9 | | | |
| 1950 | 218 | 5 901 | 3,7 | | | |
| 1955 | 189 | 8 680 | 2,2 | | | |
| 1960 | 342 | 16 981 | 2,0 | | | |
| 1965 | 735 | 23 771 | 3,1 | | | |
| 1970 | 708 | 23 968 | 3,0 | 14,0 | 1 173 | 1,2 |
| 1972 | 1 602 | 32 920 | 4,9 | 52,7 | 1 656 | 3,2 |

*Källor:* Kol. 2 o. 3 se tabell 3; kol. 5. Högsta och lägsta betalkurser 1972 (och 1970) utg. av Jacobson o. Ponsbach; Affärsvärlden/Finanstidningen; kol. 6 se tabell 5.

Av tabell 6 framgår hur stor andel av aktiernas dagsvärde som omsatts per år under de utvalda åren. Omsättningshastigheten i börsnoterade aktier minskade fram till början av 1960-talet för att sedan öka relativt kraftigt. Det framgår tydligt att den höga omsättningen 1972 är något exceptionellt för efterkrigstiden. Omsättningshastigheten i fondhandlarnoterade aktier är som synes mycket lägre än i fondbörsnoterade aktier.

På resp. noteringslistor svarar omsättningen i ett begränsat antal bolags aktier för en stor del av den totala omsättningen.

*Tabell 7* Omsättningens koncentration vid Stockholms Fondbörs

| År | Andel av total omsättning som avser | |
|---|---|---|
| | de tre mest omsatta bolagen (%) | de tio mest omsatta bolagen (%) |
| 1 | 2 | 3 |
| 1950 | 26,4 | 54,0 |
| 1955 | 23,6 | 48,0 |
| 1960 | 26,0 | 46,9 |
| 1965 | 19,2 | 44,7 |
| 1970 | 27,9 | 51,5 |
| 1972 | 22,8 | 46,4 |

*Källa:* Högsta och lägsta betalkurser 1972 utg. av Jacobson o. Ponsbach (och tidigare årgångar).

Som framgår av tabell 7 svarar omsättningen i de tre mest omsatta bolagens aktier för en fjärdedel och de tio mest omsatta för knappt hälften av den totala omsättningen på Stockholms Fondbörs. Detta förhållande har varit i stort sett oförändrat under hela efterkrigstiden. Omsättningskoncentrationen på fondhandlarnoterade aktier är ungefär av samma storleksordning.

# Bilaga 2 P.M. med vissa synpunkter på svensk obligationsmarknad

*av Stig Algott*

## 1 *Inledning*

I direktiven till fondbörsutredningen – meddelade den 4 februari 1966 – konstateras bl. a. att "praktiskt taget hela marknaden i räntebärande lån sökt sig från börsen". Följande tillägges:

Av samtliga fondkommissionärers obligationsomsättning 1965 föll således endast 1,85 % på fondbörsen. En av anledningarna härtill torde vara strukturomvandlingen av obligationsmarknaden. De stora institutionella placerarna spelar i obligationshandeln en helt dominerande roll i förhållande till privatpersoner. Börsens egna noteringsregler har visat sig i någon mån ägnade att motverka obligationshandeln på börsen. Resultatet har blivit att börsens officiella obligationsnoteringar är ofullständiga eller ibland t. o. m. missvisande.

En bekräftelse på riktigheten av det anförda återfinns i obligationsteknikkommitténs betänkande Förenklad obligationshantering (SOU 1969: 13), där det på tal om obligationsomsättningen sägs bl. a. följande (s. 27):

Omsättningen kan avse transaktioner inom ramen för den normala obligationshandeln, på eller vid sidan av fondbörsen, men även andra fall av äganderättsövergång, exempelvis i samband med arv. Härutöver bör bland omsättningar även nämnas belåning av obligationer. Det är karakteristiskt för alla dessa olika former av obligationsomsättning att bankväsendet i regel är hanteringsmässigt berört, som mäklare vid affärer i obligationer, som förvaltare av obligationsposter (notariatsförvar) eller som köpare eller säljare. När det gäller räntebärande obligationer karakteriseras förhållandena i Sverige av en relativt begränsad omsättning, även om ibland större livaktighet kan förekomma. De större transaktioner som äger rum sker som regel vid sidan av börsen men förmedlas oftast av en mäklare. Statistisk belysning saknas av omfattningen av obligationshandeln och andra transaktioner med obligationer. Bland förhållanden som mer regelmässigt föranleder obligationsomsättningar må framhållas följande. Olikheter i likviditetsläge mellan olika institut kan föranleda affärer mellan dessa. När det gäller affärer mellan olika banker har emellertid sådana likviditetsutjämnande affärer, som förr var vanliga, nästan upphört genom att bankerna numera av olika skäl får sina likviditetspåfrestningar samtidigt. Däremot kan beloppsmässigt mycket betydande affärer mellan banker å ena sidan och kapitalmarknadsinstitutioner å den andra ske i samband med emissioner av långfristiga obligationslån. Dessa transaktioner har karaktären av bytesaffärer som innebär att banken för att underlätta försäljning av ett nytt lån från en köpare övertar andra obligationer med kortare löptid. Dessa obligationer inlägges vanligen i bankens egen portfölj. En

annan typ av bytesaffärer är de som äger rum mellan två kapitalmarknadsinstitutioner beroende på olika bedömning av ränteutveckling m. m. Vidare kan nämnas affärer som sammanhänger med uppköp av obligationer som led i ett låns amortering. De operationer som företas av riksbanken i marknadsvårdande syfte kan naturligtvis också ge upphov till en betydande omsättning.

I denna promemoria skall nedan lämnas vissa statistiska uppgifter som belyser fondbörsens medverkan i obligationshandeln under åren 1966–1972, dvs. de år som förflutit sedan fondbörsutredningen tillsattes.

## 2 *Förutsättningar för inregistrering*

Bestämmelser om inregistrering av obligationer vid fondbörsen återfinns i 20–23 §§ börsordningen (1969: 546) för Stockholms fondbörs. Bland förutsättningarna för inregistrering av obligationslån torde följande vara av intresse i detta sammanhang.

1. Ansökan om lånets inregistrering skall göras hos börsstyrelsen av börsmedlem eller av den myndighet eller det företag vars obligationer inregistreringen avser.

2. Till inregistreringsansökan skall fogas en rad uppgifter rörande lånets storlek, förräntning, amortering o. d. ävensom uppgift rörande "kapitalbeloppet av de obligationer som fått spridning bland allmänheten".

3. Inregistrering får ej ske av obligationer om det inregistrerade beloppet understiger fem miljoner kr (eller motsvarande i utländsk valuta).

För utländska obligationslån gäller därjämte bl. a. följande:

4. Obligationerna skall avse lån, i vars upplåggande svenskt bankaktiebolag deltagit, och ha emitterats inom landet genom offentligt annonserad teckningsinbjudan eller genom utsända prospekt.

5. Obligationerna skall, med undantag av obligationer som utfärdats i Danmark, Finland, Island eller Norge, utgöra svensk andel av obligationslån, vars för utlandet avsedda del är föremål för handel och notering vid utländsk större fondbörs.

Det bör här tilläggas att, där i det följande intet annat utsäges, med obligationer likställes förlagsbevis och partialbevis.

Såsom framgår av vad här ovan anförts är inregistreringskraven något olika för svenska, övriga nordiska resp. icke nordiska obligationer. Det bör i detta sammanhang omtalas

*att* antalet vid fondbörsen registrerade icke svenska obligationslån vid slutet av 1972 uppgick till 14 med ett sammanlagt marknadsvärde av ca 406 milj. kr;

*att* sagda belopp motsvarande mindre än 0,5 % av det totala marknadsvärdet av samtliga vid nyssnämnda tidpunkt inregistrerade obligationer; samt

*att* någon inregistrering av icke svenska obligationer ej skett sedan 1967.

## 3 *Avregistrering av obligationer*

Enligt 27 § första stycket börsordningen skall börspapper avföras från notering

när det ej längre uppfyller villkoren för inregistrering eller inregisterings- eller årsavgift ej betalas eller börsordningens föreskrifter om börspapper i övrigt ej följes, om ej bristen eller uraktlåtenheten är av underordnad betydelse.

Det har i fondbörsens historia blott inträffat ett fall där en obligation tvångsvis avförts från notering, och detta inträffade för mera än 40 år sedan. I övrigt har den ordningen tillämpats, att lån avföres på grund av konvertering eller slutbetalning. I det senare fallet inträffar det ofta att ett lån noteras, ehuruväl det oguldna beloppet väsentligt understiger det för inregistrering föreskrivna minimibeloppet, 5 milj. kr. Enligt en väl hävdad praxis är sålunda det beskrivna förhållandet att betrakta som en brist "av underordnad betydelse".

27 § andra stycket har följande lydelse:

Om börspapper ej har omsatts vid fondbörsen minst en gång under de senaste två kalenderåren eller om börsstyrelsen finner att börspapper av annan anledning icke

längre bör noteras vid börsen, får börsstyrelsen besluta att börspapperet skall avföras från notering. Styrelsens beslut skall ha biträtts av minst två tredjedelar av samtliga styrelseledamöter. Styrelsen är ej skyldig att ange skälen för beslutet.

Såvitt angår obligationer torde det citerade författningsrummet vara att betrakta som obsolet.

4 *Börsregistrering av obligationer*

Enligt långvarig praxis plägar alla inhemska, för svenska placerare avsedda lån som lyder på lägst 5 milj. kr utbjudas genom ett emissionsprospekt, i vilket utsägs att ansökan skall göras om lånets inregistrering hos Stockholms fondbörs. Eftersom sådana ansökningar under en lång följd av år undantagslöst bifallits återfinner man i börsens obligationslistor efterhand alla på marknaden emitterade obligationslån. Sedan slutet av 1960-talet har ett fåtal lån på större belopp än 5 milj. kr (det rör sig hittills blott om bankförlagslån) i sin helhet övertagits av AP-fonden, och i dessa fall har prospekt ej utgivits och börsregistrering ej ifrågasatts. Summan av dessa lån utgör en mycket ringa del – uppskattningsvis ca 0,5 promille – av det lånebelopp som totalt inregistrerats vid fondbörsen. – Det bör här nämnas att AP-fondens andel av näringslivets obligationsemissioner under tiden fr. o. m. 60-talet stadigt vuxit. "Under senare år" – säger Kapitalmarknadsutredningen i sitt betänkande Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden (SOU 1972:63, s. 61) – "har fonden tecknat 80–90 procent av varje industrilån". Även inom andra sektorer av obligationslånemarknaden har AP-fonden kommit att spela en dominerande roll.

Till belysande av den här beskrivna utvecklingen lämnas i följande tabell uppgifter rörande antalet vid utgången av åren 1966–1972 vid fondbörsen inregistrerade lån samt summan av lånens nominella värde resp. dagsvärde vid motsvarande tidpunkt.

*Tabell 1* Vid Stockholms fondbörs inregistrerade obligationslån vid slutet av åren 1966–1972

| År | Antal lån | Värdet av lånen (tkr) | |
|---|---|---|---|
| | | Nom. värde | Dagsvärde |
| 1966 | 716 | 43 069 625 | 37 376 926 |
| 1967 | 817 | 50 382 297 | 44 023 664 |
| 1968 | 913 | 59 242 389 | 54 474 940 |
| 1969 | 983 | 65 995 673 | 56 535 417 |
| 1970 | 1 057 | 76 860 413 | 69 925 496 |
| 1971 | 1 100 | 86 405 668 | 78 681 439 |
| 1972 | 1 176 | 98 642 366 | 90 305 421 |

En jämförelse mellan Riksbankens statistik rörande emitterade och amorterade svenska obligationslån och förlagslån bekräftar riktigheten av uppgiften att sådana lån så gott som uteslutande inregistreras vid fondbörsen.

5 *Obligationshandeln vid fondbörsen*

De vid fondbörsen inregistrerade lånen är upptagna på tre skilda obligationslistor, benämnda 0:I, 0:II, och 0:III. Dessutom noteras på A-listan två s. k. konverteringslån, vart och ett utgivet av ett börsnoterat bolag och avsett att enligt vid lånens emitterande angivna villkor framdeles kunna utbytas mot aktier i bolaget.

Följande bestämmelser tillämpas f. n. beträffande uppförande av lån på de olika listorna samt ropen av dessa.

Kurslista 0:I

På listan upptages f. n. nedanstående slags lån varvid för varje slag anges antalet lån vid utgången av 1972:

1. Samtliga räntebärande statslån 51
2. Samtliga lån emitterade av Stadshypotekskassan 61
3. Samtliga lån emitterade av Bostadskreditkassan 68
4. Samtliga utländska lån 14
5. Samtliga premielån 15

Fram till utgången av 1972 noterades även samtliga av Hypoteksbanken utgivna lån, 49

till antalet, på kurslista 0: I. På Hypoteksbankens begäran överfördes emellertid lånen fr. o. m. 1973 till kurslista 0: II.

Kurslista 0: I ropas varje börsdag. Samtliga lån blir härvid föremål för rop, dock att av de lån som utgivits av Bostadskreditkassan endast de som utgivits fr. o. m. senare halvåret 1966 (f. n. 20 av totalt 68 lån) ropas utan föregående anmälan av börsmedlem. Sista börsdagen i varje kvartal ropas utan anmälan även de nyss avsedda, av Bostadskreditkassan utgivna lånen; sådant fullständigt upprop sker även om börschefen beslutar det.

Beträffande årsomsättningen av de räntebärande lånen samt av premielånen på kurslista 0: I hänvisas till tabell 2 här nedan som avser åren 1966–1972, och i vilken angivits även de vid årens slut ifrågavarande lånens totala marknadsvärden resp. relationen mellan årsomsättningen och nämnda värden.

Kurslista 0: II

På listan upptages f. n. nedannämnda slags lån, varvid för varje slag anges antalet lån vid utgången av 1972:

1. Samtliga lån emitterade av Hypoteksbanken 49
2. Samtliga hypoteksobligationslån emitterade av kreditaktiebolag 273
3. Samtliga lån emitterade av kommuner och landsting 117
4. Samtliga övriga lån för kommunkredit 39
5. Samtliga fartygsobligationslån 24

*Anm.* Såsom påpekats i det föregående noterades de under 1 upptagna lånen fram till utgången av 1972 på kurslista 0: I.

Kurslista 0: II ropas en gång i veckan, nämligen på veckans första börsdag. Normalt uppropas härvid endast papper varom förhandsanmälan gjorts av börsmedlem. Sista börsdagen i varje kvartal, liksom eljest efter börschefens bestämmande, ropas dock listan i sin helhet.

Beträffande omsättningen av lånen på kurslista 0: II hänvisas till följande tabell som avser åren 1966–1972, och i vilken angivits även de vid årens slut ifrågavarande lånens totala marknadsvärden resp. relationen mellan årsomsättningen och nämnda värden.

*Tabell 2* Uppgifter rörande lån på kurslista 0: I under åren 1966–1972

| År | Räntebärande lån | | | Premielån | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | omsättn. milj. kr | marknadsvärde milj. kr | kol 2 i °/oo av kol 3 | omsättn. milj. kr | marknadsvärde milj. kr | kol 5 i °/oo av kol 6 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1966 | 18,6 | 23 989,3 | 0,78 | 72,3 | 2 465,0 | 29,3 |
| 1967 | 47,6 | 26 465,9 | 1,80 | 88,7 | 2 358,5 | 37,6 |
| 1968 | 17,2 | 31 478,9 | 0,55 | 241,4 | 3 193,8 | 75,6 |
| 1969 | 5,1 | 32 632,2 | 0,16 | 214,3 | 3 325,9 | 64,4 |
| 1970 | 10,2 | 37 356,5 | 0,27 | 157,1 | 3 556,9 | 44,2 |
| 1971 | 8,3 | 45 307,0 | 0,18 | 234,5 | 3 753,2 | 62,5 |
| 1972 | 8,7 | 51 989,5 | 0,17 | 264,9 | 4 319,0 | 61,3 |
| Tot. | 115,7 | 249 219,3 | 0,46 | 1 273,2 | 22 972,3 | 55,4 |

*Anm.* Under åren 1966–1968 noterades ett begränsat antal av Stadshypotekskassans, Bostadskreditkassans och Hypoteksbankens lån på kurslista 0: II, varifrån de vid ingången av 1969 flyttades till lista 0: I. På nämnda lista noterades under samma tre år ett antal fr. o. m. 1969 till lista 0: II överflyttade hypoteksobligationslån. I stort sett balanserar dessa mellan de båda listorna omflyttade lån varandra i fråga om marknadsvärde. Omtalas bör vidare att de i tabellerna 2 och 3 i kol. 4 upptagna relationstalen skulle blivit praktiskt taget desamma även om korrektion skett för låneomflyttningarna.

*Tabell 3* Uppgifter rörande lån på kurslista 0: II under åren 1966–1972

| År | Lån | | |
|---|---|---|---|
| | omsättn. milj. kr | marknadsvärde milj. kr | kol 2 i °/oo av kol 3 |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1966 | 1,2 | 6 776,3 | 0,18 |
| 1967 | 4,7 | 9 489,8 | 0,50 |
| 1968 | 3,2 | 12 766,1 | 0,25 |
| 1969 | 2,2 | 13 867,2 | 0,16 |
| 1970 | 2,4 | 18 544,6 | 0,13 |
| 1971 | 1,0 | 21 544,1 | 0,05 |
| 1972 | 1,8 | 24 504,0 | 0,07 |
| Tot. | 16,5 | 107 492,1 | 0,15 |

*Anm.* Se anmärkning under tabell 2.

Kurslista 0: III

På listan noteras *dels* alla industri- och kraftverksobligationslån *dels* alla partial- och förlagslån. Antalet sådana lån uppgick vid utgången av 1972 till resp. 357, 8 och 98.

Kurslista 0: III ropas en gång i veckan, nämligen på veckans andra börsdag. För rop av de på listan upptagna lånen gäller samma bestämmelser som för lånen på lista 0: II.

Beträffande omsättningen av lånen på kurslista 0: III hänvisas till följande tabell som avser åren 1966–1972, och i vilken angivits även de vid årens slut ifrågavarande lånens totala marknadsvärden resp. relationen mellan årsomsättningen och nämnda värden.

*Tabell 4* Uppgifter rörande lån på kurslista 0: III under åren 1966–1972

| År | Lån | | |
|---|---|---|---|
| | omsättn. milj. kr | marknadsvärde milj. kr | kol 2 i °/oo av kol 3 |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| 1966 | 5,1 | 4 146,4 | 1,23 |
| 1967 | 4,9 | 5 709,5 | 0,86 |
| 1968 | 5,7 | 7 036,2 | 0,81 |
| 1969 | 8,5 | 6 710,1 | 1,27 |
| 1970 | 4,9 | 7 467,5 | 0,66 |
| 1971 | 4,5 | 8 077,1 | 0,56 |
| 1972 | 2,4 | 9 493,0 | 0,25 |
| Tot. | 36,0 | 48 639,8 | 0,74 |

För fullständighetens skull bör här avslutningsvis nämnas att medelomsättningen i de konverteringslån som sedan 1969 funnits noterade på A-listan under åren 1969–1972 motsvarar ca 14,0 promille av lånens sammanlagda marknadsvärde under samma tid.

### 6 *Obligationshandeln utanför fondbörsen*

Rörande den obligationsomsättning som äger rum utanför Stockholms fondbörs finns vissa uppgifter i den av bankinspektionen årligen publicerade statistiken om fondkommissionärernas verksamhet. I följande tabell redovisas värdet av fondkommissionärernas totala obligationsomsättning under åren 1966–1972 jämte därvid uppburna fondstämpelavgifter och courtageinkomster.

*Tabell 5* Fondkommissionärernas obligationsomsättning m. m. under åren 1966–1972

| År | Obligationsomsättn., milj. kr | Stämpelavgifter, milj. kr | Courtageinkomster milj. kr |
|---|---|---|---|
| 1966 | 3 808,4 | 1,5 | 3,4 |
| 1967 | 6 660,2 | 3,3 | 4,8 |
| 1968 | 9 577,1 | 4,6 | 7,3 |
| 1969 | 8 079,6 | 2,6 | 6,7 |
| 1970 | 5 821,5 | 2,8 | 6,4 |
| 1971 | 7 420,2 | 5,5 | 7,6 |
| 1972 | 7 913,8 | 5,5 | 8,3 |

*Anm.* I obligationsomsättningen ingår värdet av de industriobligationer som vid emissionstillfället övertas av bankinstituten i fast räkning. Ifrågavarande belopp varierar från lägst ca 1 500 till högst ca 2 200 milj. kr per år.

Det bör tilläggas att bankernas andel av fondkommissionärernas obligationshandel är den helt dominerande.

Bankinspektionens statistik innehåller inga uppgifter rörande omsättningens fördelning på olika kategorier av obligationer. Det är emellertid allmänt känt att av fondkommissionärernas obligationsomsättning utanför börsen blott en ringa del avser premieobligationer. Det är också ett erkänt faktum att huvuddelen av obligationsaffärerna är av institutionell natur, varvid AP-fonden, försäkringsbolagen och bankinstituten svarar för den ojämförligt största andelen av affärsvolymen.

Beträffande fondstämpelavgiften bör här omtalas att sådan avgift ej utgår vid avslut i svenska statsobligationer eller i obligationer som är garanterade av svenska staten; den senare kategorin består av blott några enstaka lån. Stämpelfrihet åtnjutes emellertid även när endera kontrahenten är svenska staten eller *allmänt verk* eller *styrelse* (som t. ex. Postbanken eller Riksförsäkringsverket men däremot ej exempelvis AP-fonden). Likaledes fria från stämpelplikt är riksdagens verk, Hypoteksbanken, Stadshypotekskassan, Bostadskreditkassan m. fl. Det förhållandet att den i tabell 5 redovisade fondstämpelavgiften icke samvarierar med obligationsomsättningen torde främst sammanhänga med den frekvens vari stämpelpliktiga resp. icke stämpelpliktiga kontrahenter tagit del i obligationshandeln under olika år. Dessa frekvensvariationer sammanhänger sannolikt med kreditmarknadens från tid till annan olikartade villkor, speciellt restriktivitetsgraden.

Inte heller courtageinkomsterna står i direkt proportion till omsättningsvolymen. Teoretiska förklaringsgrunder kan uppletas men ej preciseras med någon grad av sannolikhet.

### 7 *Fondbörsens hanteringsrutiner i fråga om obligationer*

De förhållanden och den utveckling som skett på obligationsmarknaden och som – såvitt angår tiden fr. o. m. 1966 – beskrivits under närmast föregående båda avsnitt har föranlett vissa ändringar i fondbörsens till obligationshandeln knutna hanteringsrutiner.

För det första har sålunda det starkt ökade antalet inregistrerade lån medfört omdispositioner av obligationsuppropen. Fram till den 1 juli 1963 hade man två olika obligationslistor, 0: I, som ropades dagligen, samt 0: II, som ropades två gånger i veckan. Vid nyssnämnda tidpunkt hade emellertid antalet på lista 0: II upptagna lån vuxit så starkt att listan dubblerades: man fick en reducerad lista 0: II (med hypoteksbolags- och kommunobligationer) samt en ny lista, 0: III (med industri- och kraftverksobligationer samt förlags- och partiallån). Envar av dessa listor ropades två gånger i veckan. – Vid den nyssnämnda tiden ropades alltjämt samtliga på obligationslistorna upptagna papper vid varje upprop.

Under loppet av 1964 insåg man – både inom börsen och bland obligationsmarknadens företrädare – att fullständiga upprop av de på kurslistorna 0: II och 0: III noterade lånen ej längre kunde anses ändamålsenliga: avsluten och kursförändringarna var för fåtaliga för att motivera det arbete och den tidsutdräkt som dessa upprop medförde. Efter överläggningar mellan börschefen och Fondhandlareföreningen framlades för börsstyrelsen i juni 1965 ett förslag som godtogs av styrelsen och som innebar väsentliga förenklingar i uppropsproceduren för papperen på kurslistorna 0: II och 0: III. Upprop av sådant papper skulle sålunda ej ske med mindre anmälan härom gjorts i särskilt föreskriven ordning och senast tio minuter före den för listan bestämda uppropstiden. Den undantagsbestämmelsen infördes därjämte, att listorna 0: II och 0: III skulle uppropas i sin helhet på den för listan bestämda, senast infallande börsdagen i varje kalenderkvartal samt eljest efter börschefens bestämmande; den senare bestämmelsen har tillämpats varje gång diskontoändring förekommit.

Sedan 1965 års bestämmelser infördes har, som redan nämnts, antalet lån på de här ifrågavarande båda listorna ytterligare vuxit mycket starkt, och fr. o. m. ingången av 1973 fann man sig av tryckeritekniska skäl nödsakad att inskränka uppropstillfällena för listorna från två gånger till en gång per vecka. Samtidigt genomfördes den ändringen att listorna sammanfördes till en gemensam trycksak, ett häfte i tidskriftsformat om f. n. 24 sidor. Eftersom denna distribueras först på andra börsdagen efter ropet av kurslista 0: III har genom den ifrågavarande ändringen abonnenterna på den tryckta kurslistan rörande papperen på listorna 0: II och 0: III nödgats acceptera en försämrad listservice – ingen har dock, lika lite som vid de tidigare införda begränsningarna i börsens hantering

av kursnoteringen i de berörda listornas papper, framfört några som helst klagomål i anledning av åtgärderna.

Beträffande kurslista 0: I har ingen annan begränsning i noteringsproceduren genomförts än den som antytts i det föregående och som innebär att av Bostadskreditkassans på listan upptagna obligationer blott ett mindre antal (f. n. 20 av 68) ropas varje dag utan föregående anmälan; skälet till denna olikformighet i praxis har vid företagen undersökning befunnits vara, att de dagligen uppropade lånen fanns upptagna på lista 0: I före den tidpunkt då Bostadskreditkassans återstående lån flyttades över dit från lista 0: II; när denna åtgärd vidtogs "åtföljdes" de flyttade lånen av den för lista 0: II gällande uppropsrutinen.

### 8 *Sammanfattande synpunkter*

Den här ovan redovisade omsättningsstatistiken visar att det sedan ett antal år inte föreligger någon börsmässig marknad i räntebärande obligationer här i landet. Såvitt nu kan bedömas saknas anledning till antagande att någon sådan marknad skulle återuppstå.

Antalet vid fondbörsen registrerade räntebärande lån har sedan 60-talets början kraftigt vuxit, dock under de senaste åren i något minskande takt. Denna avsaktningsprocess torde fr. o. m. 1972 bli än mera tydlig som en följd av *dels* koncentrationen bland fastighetskreditinstituten *dels* dessas övergång till att för bostadsfinansieringen upplägga enhetliga lån. Under nästföljande årtionde kommer vidare ett snabbt växande antal lån att avregistreras eftersom lånen dåmera skall ha slutbetalats. På grund härav kan det förväntas att totalantalet börsregistrerade räntebärande lån kommer efterhand att ökas betydligt långsammare än nu är fallet.

Därest fondbörsen skulle ha vidblivit de uppropsrutiner som vid början av 60-talet praktiserades i fråga om de börsnoterade obligationerna skulle en så betydande del av börstiden ha fått tas i anspråk för ändamålet att man med största sannolikhet hade nödgats skapa en särskild organisation för den börsmässiga hanteringen av obligationerna: man hade behövt två uppropssalar, två markeringssystem (n. b. att man velat bevara detta tekniskt något antikverade hjälpmedel) samt dubbla uppsättningar personal hos såväl fondbörsen som de i obligationsbörsen deltagande börsmedlemmarna. Genom att successivt begränsa den börstekniska servicen i fråga om de räntebärande lånen har man emellertid kunnat hålla tillbaka anspråken på ökade lokala, organisatoriska och personella resurser. Att detta kunnat ske helt invändningsfritt kan inte gärna bero på något annat än obligationsmarknadens fortskridande institutionalisering och därmed åtföljande utflyttning från fondbörsen.

Det anförda gäller – såsom redan påpekats – de räntebärande lånen; i fråga om premielånen har allmänhetens intresse under senare år ökat.

Absolut sett var 1972 års börsomsättning i premielån den högsta som noterats, och – sett på någon sikt – har även den relativa omsättningen i dessa papper ökat.

De ändringar i börsrutinerna för räntebärande papper som nämnts i det föregående har kunnat genomföras av börsstyrelsen inom ramen för gällande börsordning och utan inhämtande av särskilda dispenser från bankinspektionen.

# Bilaga 3 Aktiekursers variation och samband med olika påverkande faktorer

*av Ulf Lundman*

## 1 *Inledning*

I det följande skall förändringar i aktiekurser diskuteras och framförallt hur dessa kursförändringar hänger samman med förändringar som inträffar avseende de börsregistrerade företagen och avseende andra förhållanden i vår ekonomi. Bakgrunden till dessa frågeställningar är att den sittande Fondbörsutredningen har på sitt arbetsprogram att behandla fondhandelns funktionssätt i Sverige och utreda behovet av formella regler eller tillsyn i sådana avseenden där förtroendet för denna del av kapitalmarknaden kan tänkas komma till skada.

Den primära funktionen för aktiemarknaden är att möjliggöra löpande omfördelningar av kapital mellan placeringsalternativ som representerar olika förräntningsanspråk och risknivå och mellan placeringsalternativ på aktiemarknaden och på andra delar av kapitalmarknaden. Ser man på aktiekursernas förändringar är det utmärkande att dessa svänger betydligt kraftigare än andra omvandlingskurser på kapitalmarknaden. För att illustrera detta kan följande exempel studeras:

Generalindex har som synes under de senaste åren haft en svängningsamplitud på över 30 %. Från juni 1968 innebär detta att börskurserna i genomsnitt (såsom detta genomsnitt sammanvägs i Affärsvärlden/Finanstidningens generalindex) först stigit 35 %, sedan fallit 32 % från den högsta nivån i maj 1969 och därpå åter stigit ca 30 % från nivån i maj 1970. Eftersom detta genomsnitt tar ut alla motverkande kursrörelser i olika företags aktier innebär det att de bakomliggande svängningarna i enskilda aktier är ännu kraftigare. De tre exemplen Astra, Boliden och Volvo visar prov på årliga kursförändringar som överstiger 50 % i båda riktningar.

Det är uppenbart att med förekomsten av sådana kraftiga kurssvängningar ger den svenska aktiemarknaden upphov till stora värdeförändringar på det kapital som investeras i aktier. Tre frågor är i detta sammanhang av intresse att ställa.

i) Är kurssvängningarna i sig så stora att de utgör ett hot mot aktiemarknadens funktionssätt?

ii) Vad vet man om orsakerna till svängningarna? Är vissa kursreaktioner mer eller mindre önskvärda än andra?

| | | Generalindex | Astra | Boliden | Volvo |
|---|---|---|---|---|---|
| Förändring | juni 1968–maj 1969 | +35 % | + 5 % | +54 % | +91 % |
| ” | juni 1969–maj 1970 | −32 % | −51 % | −29 % | −45 % |
| ” | juni 1970–maj 1971 | +15 % | +42 % | −14 % | +13 % |
| ” | juni 1971–mars 1972 | +15 % | + 29 % | +23 % | +42 % |

iii) Finns det möjligheter att reducera kurssvängningarna?

I det följande skall dessa tre frågor diskuteras.

## 2 *Kurssvängningarna och frågan om aktiemarknadens funktionssätt*

Som visats i det föregående kan en kapitalplacerare få se värdet av sitt i aktier investerade kapital mer än halveras på så kort tid som ett år. Det är givet att detta kan vara ekonomiskt förödande för den som drabbas. Redan möjligheten att sådana stora förluster kan uppkomma kan få många att uppfatta köp av aktier som ett alltför riskfyllt kapitalplaceringsalternativ. Förekomsten av kraftiga kurssvängningar skulle därför kunna vara en företeelse som motverkar att aktier accepteras som sparform hos en bred krets av placerare med begränsade kapitalresurser. Å andra sidan har givetvis de betydande vinstchanserna en stor attraktionskraft. Med hänsyn till populariteten hos olika former av lotterier är det tänkbart att möjligheten att uppnå en hög vinst kompenserar för risken med en aktieplacering även från en småsparares synpunkt. De fåtaliga aktieägarstudier som utförts i Sverige ger dock inte stöd för en sådan slutsats.

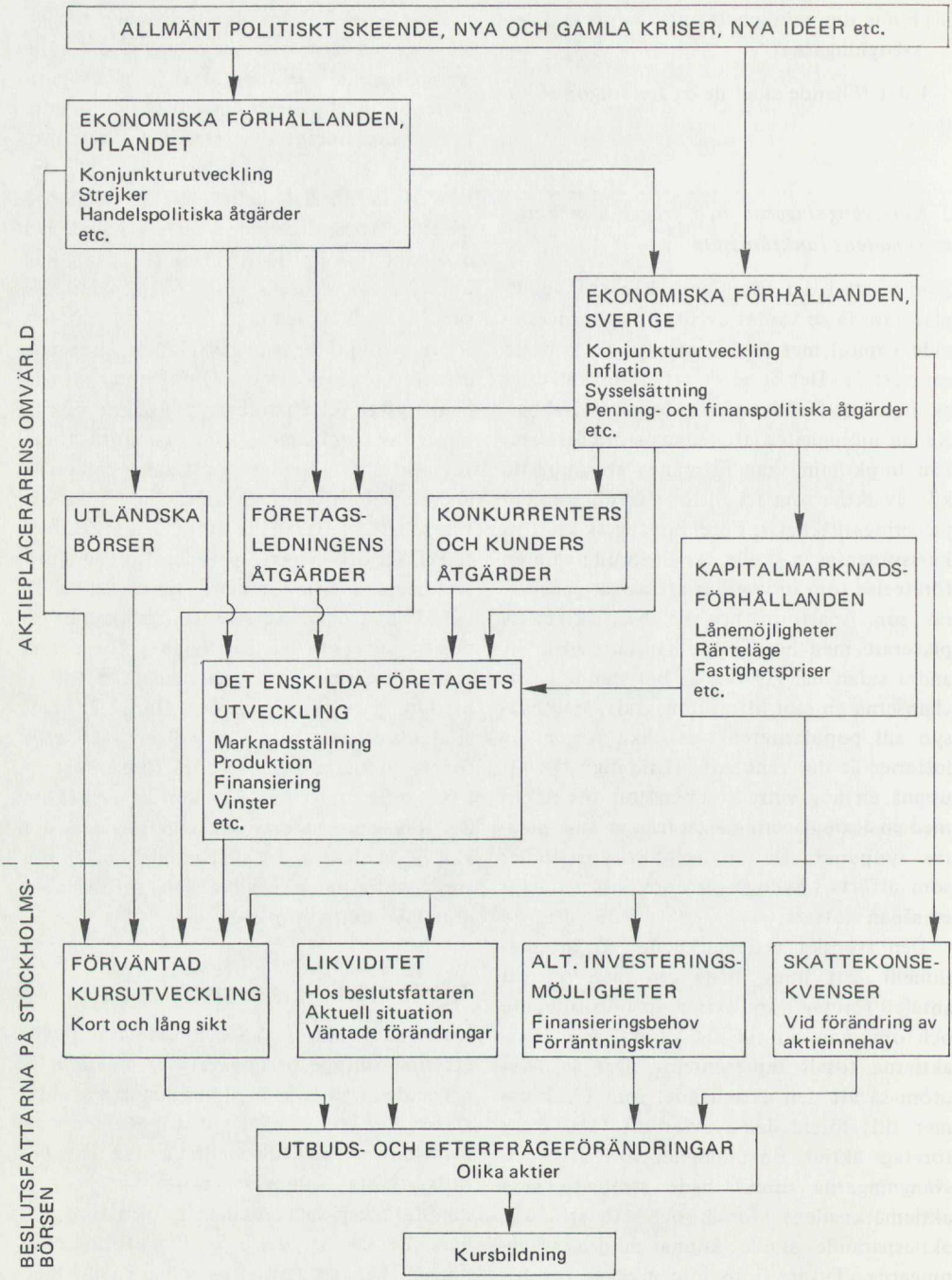
Den svenska aktiemarknaden är internationellt sett liten. Både om man ser till antalet företag vars aktier är börsnoterade och om man ser till det kapital som börsaktierna totalt representerar. Det är dessutom så att den aktiehandel som förekommer till största delen avser ett fåtal stora företags aktier. En möjlighet vore att kurssvängningarna direkt hade samband med aktiemarknadens storlek och att ett ökat aktiesparande skulle kunna mildra svängningarna. Tyvärr finns inte mycket fog för att tro på ett sådant samband. Stora kurssvängningar tycks inte förekomma mer för aktier med låg omsättning än för de mest omsatta aktierna. I vart fall är det inte så med svängningar över årsperioder av det slag som tidigare diskuterades.

Inte heller kan en jämförelse med förhållandena vid större börser tolkas så att kurssvängningarna kan uppfattas som extremt kraftiga på Stockholms-börsen. Snarare tycks kursrörelserna för enskilda aktier vara häftigare på exempelvis New York-börsen. Det stora antalet aktier tycks emellertid medföra att generalindex får ett något mer utjämnat förlopp. Huruvida detta senare kan utnyttjas av aktieplacerare i riskspridningssyfte är dock tveksamt.

De synpunkter som här lämnats avseende effekter av stora kurssvängningar har i första hand syftat till att tillbakavisa några förenklingar av problemen som stundom framskymtar i debatten. Oavsett om problemen är speciellt stora i Sverige eller ej är det väsentligt att framhålla att aktiemarknadens funktionssätt givetvis påverkas av de kursrörelser som förekommer. Det är fullt möjligt att måttligare kurssvängningar kan ha en positiv inverkan på förtroendet för denna kapitalplaceringsform och medverka till en breddning av aktiesparandet. Om så är fallet är dock outrett och förmodligen svårt att i förväg fastställa. Det kan dock finnas skäl att trots detta undersöka vad som ligger bakom de förekommande svängningarna och det kan finnas helt andra skäl än önskemålet om spritt aktiesparande vilka kan anföras som grund för detta intresse.

## 3 *Bakomliggande samband*

Kurserna på aktier på Stockholms-börsen vid ett visst tillfälle bestäms av det individuella agerandet från en mängd beslutsfattares sida. Dessa består av både privatpersoner och förvaltare av institutionellt kapital. Hur beslutsfattarna sammanväger olika bedömningsfaktorer och erhåller information om händelser av betydelse för förväntningsbildningen har studerats på olika håll, men förbigås här. Däremot ges i figur 1 en bild av några betydelsefulla storheter i den bakomliggande processen. I figurens nedre del har den individuella bedömningen hos beslutsfattarna på börsen schematiskt sammanfattats i fyra beslutsvariabler, nämligen förväntad


ALLMÄNT POLITISKT SKEENDE, NYA OCH GAMLA KRISER, NYA IDÉER etc.
EKONOMISKA FÖRHÅLLANDEN, UTLANDET
Konjunkturutveckling
Strejker
Handelspolitiska åtgärder
etc.
EKONOMISKA FÖRHÅLLANDEN, SVERIGE
Konjunkturutveckling
Inflation
Sysselsättning
Penning- och finanspolitiska åtgärder
etc.
AKTIEPLACERARENS OMVÄRLD
UTLÄNDSKA BÖRSER
FÖRETAGS-LEDNINGENS ÅTGÄRDER
KONKURRENTERS OCH KUNDERS ÅTGÄRDER
KAPITALMARKNADS-FÖRHÅLLANDEN
Lånemöjligheter
Ränteläge
Fastighetspriser
etc.
DET ENSKILDA FÖRETAGETS UTVECKLING
Marknadsställning
Produktion
Finansiering
Vinster
etc.
BESLUTSFATTARNA PÅ STOCKHOLMS-BÖRSEN
FÖRVÄNTAD KURSUTVECKLING
Kort och lång sikt
LIKVIDITET
Hos beslutsfattaren
Aktuell situation
Väntade förändringar
ALT. INVESTERINGS-MÖJLIGHETER
Finansieringsbehov
Förräntningskrav
SKATTEKONSE-KVENSER
Vid förändring av aktieinnehav
UTBUDS- OCH EFTERFRÅGEFÖRÄNDRINGAR
Olika aktier
Kursbildning

*Figur 1*

kursutveckling, likviditet, alternativa investeringsmöjligheter och skattekonsekvenser vid en aktietransaktion.

Det låter sig säga att kurserna på aktier i varje tidpunkt bestäms av förändringar i utbud och efterfrågan på aktiemarknaden. Som figur 1 avses illustrera kan varje beslutsfattares individuella agerande påverkas av långa kedjor av bakomliggande förhållanden. Påverkan från en viss händelse (exempelvis en strejk, införandet av en handelsrestriktion, eller en diskontoförändring – i utlandet eller i Sverige) kan leda till att en beslutsfattare samtidigt får ändrade kursförväntningar avseende olika aktier och ändrade personliga likviditetsförhållanden. Dessutom blir effekterna olika för olika beslutsfattare beroende på skillnader i utgångsläge avseende de alla fyra beslutsvariablerna: förväntade kurser, likviditet, alternativa investeringar och skattekonsekvenser. Bakom de kvantitativa förskjutningarna i utbud och efterfrågan ligger således ett komplicerat mönster av individuella bedömningar och ageranden. Kurserna på aktier uttrycker en sammanvägning av allt detta, en sammanvägning som ständigt bringas ur sitt jämviktsläge allteftersom olika individuella beslutsfattare söker tolka händelser i sin omvärld och relatera dessa till sin situation som kapitalplacerare.

Det är ogörligt att kartlägga olika beslutsfattares förhållanden och de psykologiska beslutsmekanismer som inverkar på köp- och säljbeslut. Däremot kan man se hur summan av dessa beslut kommer till uttryck i aktiekurserna. Man kan således studera hur olika företeelser i aktieplacerarens omvärld samvarierar med kursbildningen. Exakt hur denna påverkan går till är mycket svårt att få en bild av eftersom de bakomliggande sambanden är mycket mer komplicerade än vad som framgår av schematiseringen i figur 1. De olika påverkande faktorerna är sinsemellan beroende och deras inverkan är troligen i många fall skiftande från en tidpunkt till en annan, beroende på hur information når ut till olika mottagare och på den inlärning som tidigare erfarenheter givit upphov till. Någon fullständig bild är det således inte möjligt att få, men de samband som spelar stor roll för kurserna kan ändock belysas genom studium av samvariationen mellan olika bakomliggande faktorer och börskurserna. För att behålla anknytningen till figur 1 skall presentationen av några sådana försök behandlas i tre avsnitt:

i) Påverkan från förhållanden i utlandet,

ii) Faktorer i den svenska ekonomin, kapitalmarknadsförhållanden,

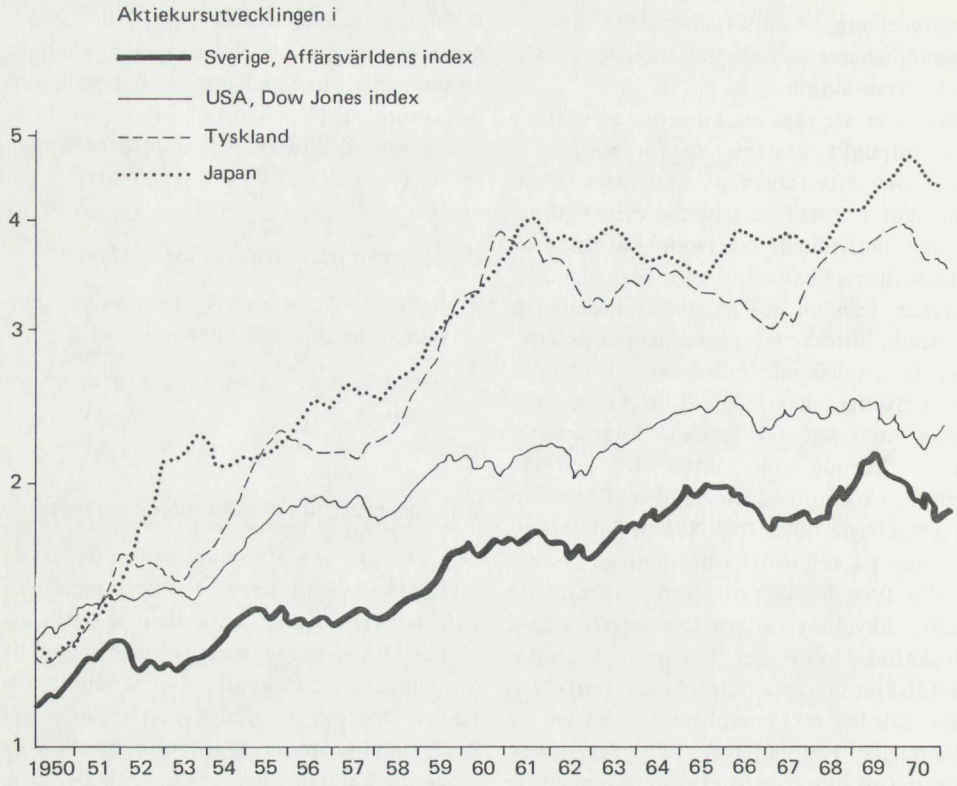
iii) Betydelsen av de enskilda företagens utveckling.

### 3.1 *Påverkan från förhållanden i utlandet*

Den ekonomiska utvecklingen i olika länder återspeglas bland annat i utvecklingen för aktiekurserna i respektive land. I detta avseende finns också direkta internationella kopplingar mellan kapitalmarknaden i olika länder. Vad gäller den svenska börsen är dock möjligheterna för det internationella placeringskapitalet begränsade och det samband som kan spåras avseende kursutvecklingen måste ges en mer indirekt förklaring.

Att en samvariation föreligger mellan Stockholms-börsen och de större utländska börserna är känt sedan gammalt. Av figur 2 framgår denna samvariation med i första hand USA och Tyskland, varvid den senare kurvan har rört sig kring en brantare lutande trendlinje än de båda andra. Kursuppgångar och -nedgångar som sträcker sig över längre perioder än ett år ligger påfallande lika i tiden. Särskilt samstämmigheten vad gäller vändpunkterna är slående vid en jämförelse mellan Sverige- och USA-kurvan. Detta är onekligen intressant med tanke på att USA i flera skeden legat konjunkturmässigt före Europa-utvecklingen.

Ett försök att mer preciserat ange betydelsen av detta samband har gjorts av Carlson–Söderström (1971). De har med regressionsanalys sökt finna den kombination av kursutveckling i USA (Dow-Jones index), resultatutveckling och likviditetsförändring som bäst beskriver Stockholms-börsens kursut-




*Figur 2*

veckling 1952–1969. De finner därvid att förklaringsvärdet hos deras modell blir betydligt bättre då Dow Jones-variabeln medtages. Eftersom det är fråga om någon form av indirekt påverkan är det givetvis så, att en regressionsekvation som inkluderar andra variabler (som enbart avser faktorer i den svenska ekonomin) kan tänkas fånga in motsvarande samband via dessa.

### 3.2 *Faktorer i den svenska ekonomin, kapitalmarknadsförhållanden*

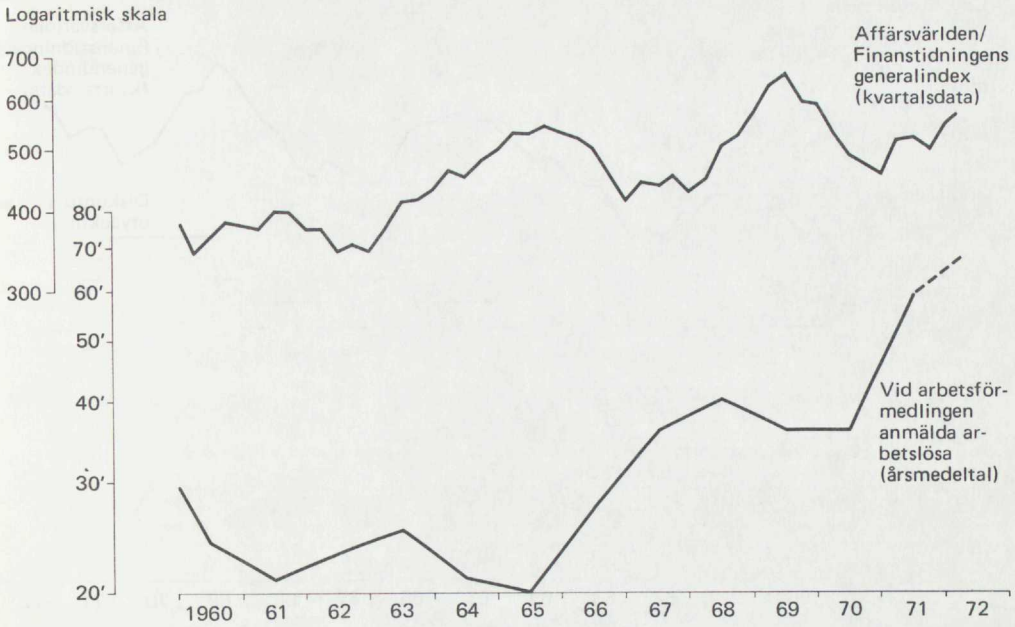
En mängd konjunkturbeskrivande variabler kan visas ha relativt god överensstämmelse med kursutvecklingen. I figur 3 visas ett exempel härpå, nämligen AMS-statistiken över arbetslösa. Kurvorna går åt motsatt håll, dvs. fallande arbetslöshet inträffar vid förbättrade konjunkturer och då är kurskurvan stigande. Det kan i figur 3 observeras en viss tidsförskjutning mellan kurvorna 1969–1970.

En rad andra faktorer i ekonomin har konjunkturberoende variationer och skulle uppvisa liknande samband med utvecklingen för aktiekurserna. Man skulle kunna tänka sig ett konjunkturindex bestående av sysselsättning, orderingång, kapacitetsutnyttjande i industrin, annonsvolym, etc. som sammanvägs på ett sådant sätt att en mycket tydlig samvariation uppnås med aktiekurskurvan.

Det finns emellertid en annan typ av faktorer som också har visats spela stor roll. I en studie av Keran (1971) hävdas att aktieindex i första hand påverkas av

1) förväntade företagsvinster – positiv påverkan
2) förväntad inflation – negativ påverkan

En ökning i förväntade företagsvinster höjer kursnivån. Förväntningar om ökad




*Figur 3*

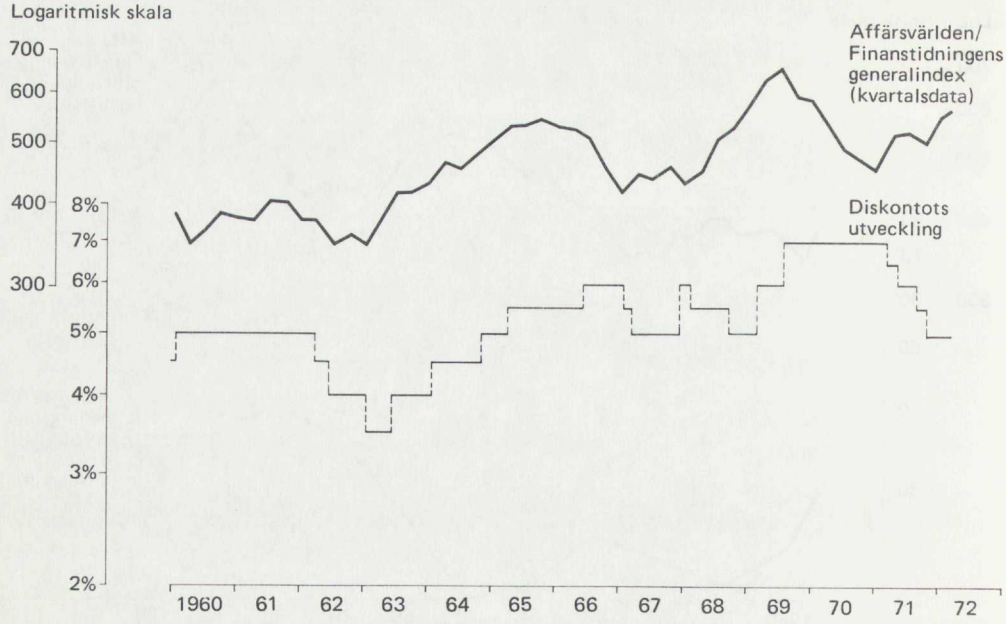
inflation sänker densamma. Att inflationsfaktorn påverkar kurserna negativt (det omvända hävdas ju normalt) förklarar Keran med skillnaden i effekter mellan *faktisk* och *förväntad* inflation. När faktisk inflation inträffar, men inte förväntas fortgå, kan förväntningar om höjda företagsvinster höja aktiekurserna. När inflationen förväntas fortsätta påverkas emellertid inte förväntningarna om reella företagsvinster i nämnvärd grad.

Keran drar vidare slutsatsen att förändringar i reell penningmängd har en relativt liten *direkt* inverkan på aktiepriserna. Det finns däremot en betydande *indirekt* verkan – via den ekonomiska tillväxttakten – på vinst- och inflationsförväntningar, varför förändringar i penningmängden totalt sett är den dominerande faktorn som bestämmer aktiekurserna.

Att kapitalmarknadsförhållandena i ekonomin måste få verkningar på kursbildningen är uppenbart. Aktiemarknaden utgör en del av kapitalmarknaden och har en ofrånkomlig direkt koppling till det större systemet. I figur 4 visas först diskontots förändringar som ett mått på riksbankens agerande. I figur 5 har penningmängden mätt som förändring av total inlåning satts i relation till kurskurvan. Ur båda diagrammen kan en samvariation utläsas.

I Carlson-Söderströms (1971) undersökning har penningmängdfaktorn visat sig ha högt förklaringsvärde vid sidan om företagens vinstförändringar och den tidigare nämnda Dow Jones-variabeln. I en liknande studie som gjorts av Söderström (1971) har även räntan på "typiska" industrilån och bankaktieindex medtagits som förklarande variabler i regressionsanalysen. Kapitalmarknadsvariablerna visar sig även i denna studie spela stor roll. Vad som kan utläsas ur dessa studier är också att det tar viss tid – ett kvartal till ett halvår – innan kapitalmarknadsvariablerna arbetar sig igenom det finansiella systemet och påverkar aktiekurserna.

Att kapitalmarknadsvariablerna kan visas samvariera med aktiekurserna framgår också i flera studier utanför Sverige. I det föregående nämndes Kerans (1971) undersökning. Tidigare har liknande slutsatser dragits av




Källa: Riksbanken Årsbok

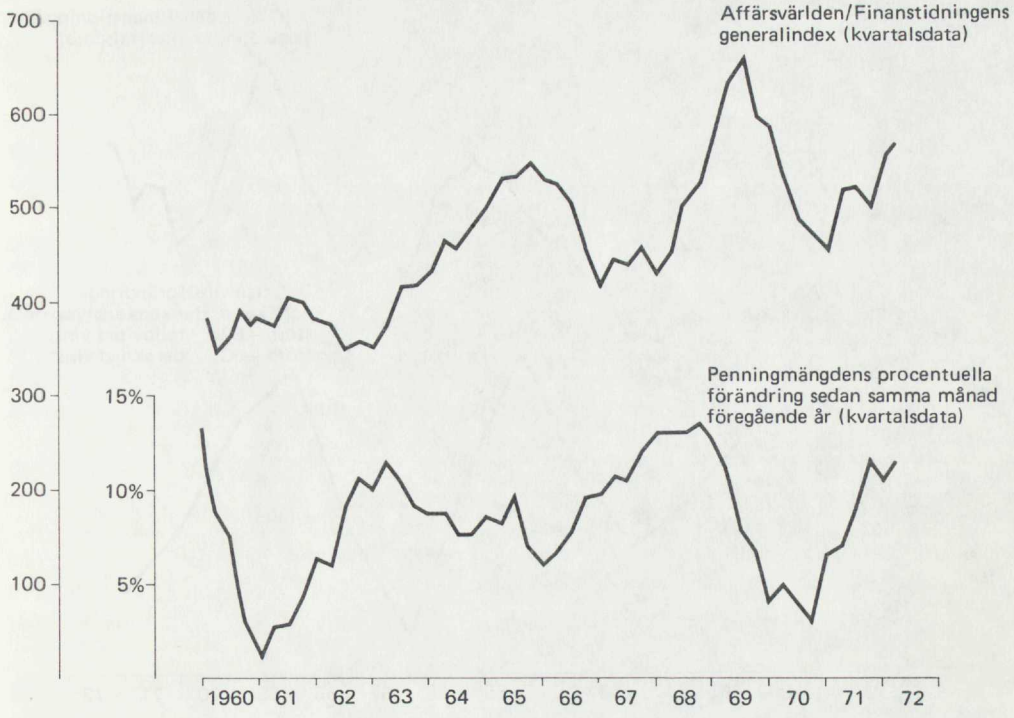
*Figur 4*

bl. a. Sprinkel (1964), som också hävdar att framförhållningen vid penningmängdsförändringar i förhållande till efterföljande vändpunkter i aktiekursutvecklingen skulle vara betydligt kortare inför en kursuppgång än inför en nedgång.

### 3.3 *Betydelsen av de enskilda företagens utveckling*

Ett samband kan påvisas mellan aktieindex och företagens vinstutveckling (figur 6). Detta samband är grundläggande i den meningen att det är förutsättning för den värderingsteori som vanligen omfattas av placerare på aktiemarknaden och allmänt hänvisas till i litteraturen. En akties värde antas nämligen bestämmas av de betalningar den ger till aktieägaren och därmed indirekt av företagets vinstutveckling. Ingen av de undersökningar som angivits i det föregående motsäger att vinstutvecklingen skulle vara den viktigaste kurspåverkande variabeln om man ser på aktiekursernas mer långsiktiga utveckling. Det tråkiga är att observationerna avseende inträffade vinstförändringar i Sverige hittills endast kan göras på årsbasis, vilket gör det mindre meningsfullt att med större tidsprecisering studera vändpunkter i utvecklingen. Figur 6 tyder dock på att en viss tidigareläggning av kursförändringarna tycks ha inträffat under de senaste åren jämfört med tidigare. Försök har gjorts att förklara denna tidigareläggning med att kapitalmarknadsvariablerna förändrades kraftigare och tidigare i förhållande till konjunkturläget 1969–70 än under 60-talet i övrigt.

Det finns andra händelser som berör de enskilda företagen och som också kan visas ha kurspåverkande effekter. Så är fallet med fondemissioner, vilket framgår av en undersökning av Forsgårdh-Hertzen (1968). Undersökningen har omfattat företag som ingått i Affärsvärldens index åren 1958–1966.




Källa: Konjunkturinstitutet

Penningmängd: Allmänhetens innehav av sedlar och tillgodohavande på samtliga inlåningsräkningar i Postbanken, affärsbankerna, ett 80-tal större sparbanker samt centralkassorna för jordbrukskredit.

*Figur 5*

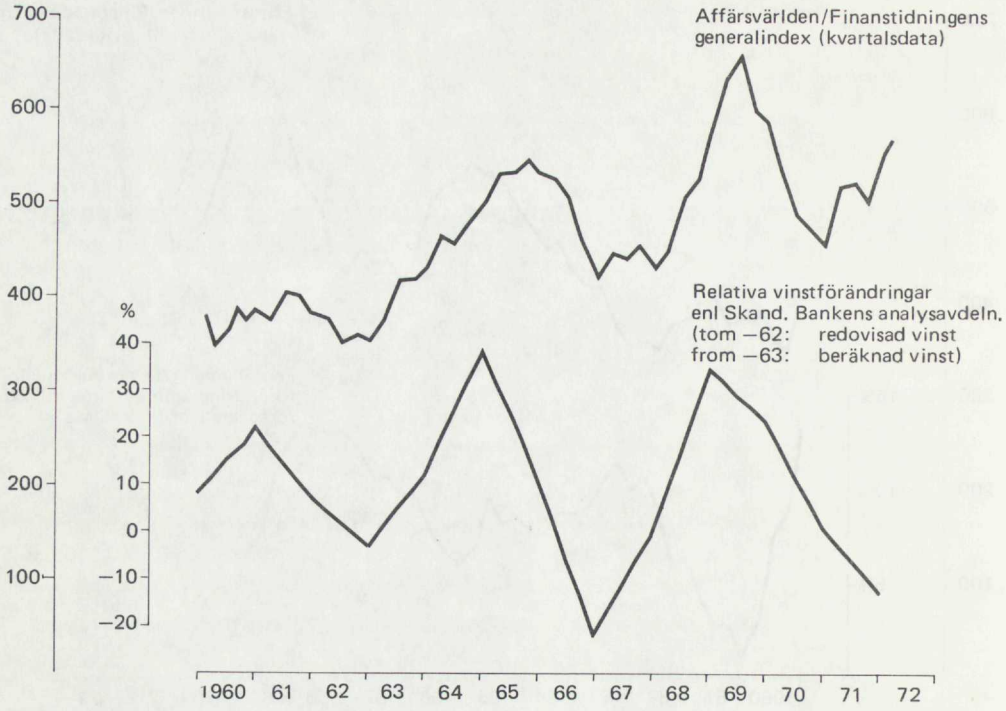
På detta material har man tillämpat en regressionsmodell, vilken formulerats så att den fångar upp den del av kursförändringen på ett enskilt papper som inte avspeglar sig i aktieindex' utveckling.

Forsgårdh-Hertzen drar i stort den slutsatsen att kursuppgång i förhållande till index börjar ca 1,5 år före meddelande om fondemission, är som störst när emissionen meddelas samt avslutad ca 0,5 år efter fondandelens avskiljande. Kursstegringen torde dock inte bero på fondemissionen som sådan, inte heller på den samtidiga utdelningshöjningen, utan snarare på att börsen uppfattar information om fondemission som ett tecken på att företaget har ljusa framtidsutsikter.

Även Möller (1962) har på andra vägar än de Forsgårdh-Hertzen gått dragit liknande slutsatser.

Sammanfattningsvis kan de olika undersökningar som ovan refererats sägas utmynna i följande. Kursbildningen på aktiemarknaden sammanhänger med förändringar hos olika faktorer i aktieplacerarens omvärld och hur dessa förändringar påverkar den enskilde aktieplaceraren och dennes förväntningar. De genomsnittliga kursförändringar som kan registreras tycks kunna förklaras till viss del av variabler som ger uttryck för den ekonomiska utvecklingen i företagen och i samhället i stort.

Sambanden gäller som sagt för genomsnittskurser, index, och har enbart påvisats avseende kurssvängningar över längre perioder. Kursrörelser i de enskilda företagens aktier kan avvika från detta mönster och uppvisar betydande kortsiktiga svängningar kring sin trendmässiga utveckling. Vid summering över många aktier i ett generalindex




*Figur 6*

tenderar dessa avvikelser att ta ut varandra.

Oregelbundenheterna i den successiva kurssättningen har emellertid också gjorts till föremål för studium. Den fråga som därvid speciellt uppmärksammats är huruvida successiva kursförändringar är oberoende. Eller annorlunda uttryckt: man studerar om en kursförändring kan ha samband med tidigare observerade kursrörelser.

Eftersom beslutsfattarna på aktiemarknaden gör sina bedömningar om olika aktiers värde på basis av osäkra förväntningar, är det naturligt att dessa bedömningar skiljer sig mellan olika placerare och förändras löpande till följd av att olika händelser inträffar. Om kurssättningen på aktiemarknaden fungerar effektivt skall emellertid kursen snabbt anpassa sig till nya förutsättningar och i varje tidpunkt ge en bra skattning av det "inneboende" värde som respektive aktie representerar med hänsyn till de framtida betalningar den väntas ge. Beslutsfattarna på aktiemarknaden konkurrerar med varandra och kommer därvid att ibland överskatta och ibland underskatta de kursanpassningar som betingas av att ny information erhålles. Trots att osäkerheten kvarstår skulle därmed de faktiska kurserna komma att röra sig slumpmässigt kring de värden som i varje tidpunkt representerar bästa skattning av respektive akties "inneboende" värde. Fama (1965) har tillika med en rad andra undersökningar givit empiriskt belägg för att New York-börsen är effektiv i denna mening och att således successiva kursförändringar där tycks ske slumpmässigt.

En mycket utförlig studie inom samma fält har utförts av Granger-Morgenstern (1970). De har med statistisk spektralanalys undersökt ett mycket stort datamaterial från New York-börsen och visar att vare sig individuella aktiekurser eller indexutvecklingen kan förutsägas på basis av tidigare observerade kursrörelser. Den s. k. random walk-principen ger enligt deras förmenande bästa beskrivning av kursbildningen. Förfat-

tarna utesluter inte att samband kan påvisas som förklarar kursrörelser av olika längd, men de menar att de förklarande faktorerna i så fall måste sökas på annat håll. Information om förhållanden i aktieplacerarens omvärld kan spela en sådan roll.

4 *Kan kurssvängningarna reduceras?*

De undersökningar som för närvarande finns att tillgå tyder på att kurssvängningarna bör diskuteras från olika utgångspunkter. Möjligen kan en uppdelning ske enligt följande:

i) Kurssvängningar till följd av förändringar i allmänt börspåverkande faktorer i vår ekonomi,

ii) Kursanpassningar till följd av förändringar i enskilda aktiers "inneboende" värde,

iii) Övriga successiva kursrörelser i enskilda aktier.

Med hänvisning till den översiktsbild som visades i figur 1 kan hävdas att de systematiskt kurspåverkande faktorer som kan påvisas i första hand är av allmänekonomiskt slag. Det är varibler som återspeglar konjunkturutvecklingen och myndigheternas ekonomiska åtgärder. Den ekonomiska politiken är emellertid inriktad på tillväxt- och sysselsättningsmål och utnyttjar snarast kapitalmarknaden som ett instrument för att styra utvecklingen i önskad riktning i förhållande till dessa mål. Om man exempelvis med penning- och kreditmarknadspolitiska medel söker motverka överhettningstendenser i ekonomin är det ofrånkomligt att dessa åtgärder också påverkar kursbildningen på aktiemarknaden. Syftet är ju att åtgärderna skall skapa en stram kapitalmarknad och detta ger överströmningseffekter på den del av penningmängden som aktiemarknaden tar i anspråk. De allmänekonomiska åtgärderna kan i detta hänseende sägas ha samma effekter på kursbildningen, som Riksbankens "open market operations" har på obligationsräntan.

Vill man reducera de kurssvängningar som beror på påverkan från allmänekonomiska förhållanden är en väg att medvetet söka styra förändringarna i den penningmängd som riktar sig till aktiemarknaden. En tänkbar väg att gå vore att höja och sänka belåningsvärdena på aktier i omvänd riktning mot penningmängdens utveckling i ekonomin i sin helhet.

En annan möjlighet vore att göra stödköp av aktier under nedgångsperioder. I Japan har sådana försök gjorts på initiativ av privata kapitalmarknadsinstitutioner, men med finansiering från centralbanken Bank of Japan. Båda de organisationer som skapades vid mitten av 60-talet, Japan Joint Securities Company och Japan Securities Holding Association har emellertid avvecklats. Deras uppgift var i första hand att trygga aktiebörsens funktion under en period av speciella utbudsförhållanden. Avsikten var aldrig att skapa någon permanent kursgaranterande organisation. Någon positiv effekt på privat aktiesparande kunde ej registreras. Snarare inträffade motsatsen under detta skede, aktiesparandets andel av det totala hushållssparandet i Japan hade 1970 reducerats till lägre än hälften av motsvarande värden tio år tidigare.

Båda dessa vägar att reducera kurssvängningar har nackdelen att de skulle motverka den från allmänekonomisk synpunkt önskade utvecklingen av kapitalmarknadens likviditet. Det är svårt att tänka sig likviditetspåverkande åtgärder gentemot aktiemarknaden som inte skulle slå igenom även på andra delar av kapitalmarknaden. Möjligen skulle detta vara rent sparfrämjande åtgärder riktade mot placeraren. Bibehållet aktieinnehav skulle exempelvis i vissa lägen kunna belönas med extra skatteförmåner hos ägaren.

Vad gäller den andra typen av kurssvängningar, som är betingade av förändringar i enskilda aktiers "inneboende" värde, är problemet annorlunda. Om man med inneboende värde menar bästa skattning vid en viss tidpunkt av de framtida betalningar aktien väntas ge för ägaren, så måste kursanpassningar härtill vara önskvärda. Tvärtemot att

söka reducera sådana anpassningar måste det vara ett mål att i så stor utsträckning som möjligt underlätta dem och söka få dem baserade på så insiktsfulla och relevanta bedömningar som möjligt.

Detta är ett informationsproblem i första hand. Genom att skapa möjligheter att externt bedöma företagens mer långsiktiga utveckling och genom att lämna information om verksamheten kontinuerligt i stället för vid enstaka tillfälle under året, bör man kunna undvika onödiga kastningar i bedömningarna. Att bedömningarna i och för sig skall förändras över tiden är emellertid naturligt. Det återspeglar det risktagande som denna typ av kapitalplacerare skall ta.

Ser man slutligen på de övriga successiva kursrörelserna kan det hävdas att dessa är ofrånkomliga till följd av osäkerheten i de framtidsbedömningar som måste ligga till grund för aktieplaceringar. Med utgångspunkt från det resonemang om effektiv aktiemarknad som finns hos Fama (1965) och flera i dennes efterföljd, är det rimligt att man söker uppställa vissa kriterier för önskvärda och inte önskvärda kursbildningsmönster. Det är då meningsfullt att först ställa kravet att de kortsiktiga successiva kursförändringarna sker slumpmässigt. Man bör historiskt kunna testa huruvida systematiska samband kan påvisas som innebär att vissa kursrörelser skulle vara beroende av tidigare inträffade kursförändringar. Med korrelationsanalys, teckentest och spektralanalys har sådana undersökningar gjorts på andra håll, varför olika metodiker redan finns utarbetade.

Kriteriet att successiva kursrörelser skall vara slumpmässiga är välmotiverat, eftersom det uttrycker en önskan att aktiemarknaden skall vara effektiv, i meningen ge bästa skattning i varje tidpunkt för olika aktiers "inneboende" värde. Att skapa praktiska handlingsregler för den enskilda situationen på börsen måste emellertid vara svårt. Det finns många rent tekniska skäl till att vissa blockeringar av utbuds- och efterfrågeförhållanden kan inträffa. Ofta har dessa blockeringar med tidsaspekten att göra. Information om kurspåverkande händelser kan exempelvis nå vissa beslutsfattare på aktiemarknaden snabbare än andra. Liknande situationer kan givetvis uppstå till följd av rykten och feltolkningar, som kan påverka eller blockera utbuds- och efterfrågeförhållandena för längre eller kortare tid.

Andra blockeringar som brukar diskuteras avseende utbuds- och efterfrågeförhållandena på Stockholms-börsen är s. k. blankning och kursdrivning. En vanlig uppfattning är att aktiematerialet på Stockholms-börsen skulle vara så litet att kurspåverkan i vissa situationer skulle uppstå av rena volymskäl. Detta är emellertid inte unikt för Stockholms-börsen utan materialbrist respektive -överflöd kan förekomma för delar av aktiemarknaden även vid de stora börserna. I sådana situationer uppkommer ett kurstryck som kan innebära att den faktiska kursen bringas att avvika alltför kraftigt från respektive akties "inneboende" värde. Att avgöra vad som är sådana fall, och skilja ut dessa från fall där kursanpassningarna sker på basis av ändrade framtidsbedömningar, måste vara svårt. Ju fler varandra oberoende beslutsfattare som agerar på aktiemarknaden, ju mindre blir detta problem, förutsatt att placerarna är någorlunda jämspelta vad avser insikter och förfogar över rimligt stort placeringskapital.

*Litteraturförteckning*


Carlson, B. & Söderström, T., 1971, Vinster, kreditpolitik och aktiekurser. *Skandinaviska Banken Kvartalsskrift, 1971: 1.*

Fama, E. F., 1965, The Behaviour of Stock Market Prices. *Journal of Business,* Januar.

Forsgårdh, Lars-Erik & Hertzen, Krister, 1968, Kursförändringar i samband med fondemissioner i börsnoterade företag. Stencil, HHS.

Granger, C. W. J. & Morgenstern, O., 1970, Predictability of Stock Market Prices. Lexington, Mass.

Keran, Michael W., 1971, Expectations, Money and the Stock Market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, January 1971.

Möller, 1962, Svensk aktiemarknad. Göteborg.

Sprinkel, Beryl W., 1964, Money and Stock Prices. Homewood, Illinois.

Söderström, H. T., 1971, Undersökning av kreditmarknadens inflytande på börskurserna. (Resultat från opublicerad rapport) Stockholms Universitet.

# Bilaga 4 Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag

*avgivna år 1971 av Näringslivets börskommitté*

I. *Tillämpningsområde*

1. Dessa rekommendationer är tillämpliga när ett bolag, svenskt eller utländskt, i avsikt att åstadkomma ett samgående med ett svenskt aktiebolag, offentligen erbjuder ägare av aktier i detta bolag att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till det erbjudande bolaget.

2. Rekommendationerna avser endast de fall då erbjudandet riktas till aktieägare i bolag, vars aktier noteras antingen på Stockholms Fondbörs eller på Svenska Fondhandlareföreningens särskilda kurslista.

II. *Allmänna regler*

1. Aktieägare som berörs av erbjudandet skall lämnas de upplysningar om faktiska förhållanden som erfordras för ett allsidigt bedömande av detsamma. Ingen härför betydelsefull upplysning får utelämnas.

2. Tiden för accept av erbjudandet skall omfatta minst tre veckor och får inte börja löpa förrän (slutligt) prospekt utfärdats. Acceptfristen får icke utgå förrän minst sex helgfria dagar efter det att beslut föreligger i anledning av ansökan om befrielse från realisationsvinstskatt.

3. Alla ägare av ett och samma slags aktier skall så länge erbjudandet består och även därefter, i den mån icke särskilda omständigheter annat föranleder, av det erbjudande bolaget behandlas lika.

4. Om inom ett bolags styrelse ett samgående med annat bolag allvarligen överväges och i anslutning därtill överenskommelse träffats med viss eller vissa aktieägare i det andra bolaget om överlåtelse av aktier till det erbjudande bolaget, får ett därmed till tid och syfte sammanhängande generellt erbjudande till övriga ägare av aktier av samma slag endast ske på villkor som är minst likvärdiga med villkoren i den tidigare överenskommelsen.

5. Har ett bolag upptagit förhandlingar med ett annat bolags styrelse om offentligt erbjudande till det andra bolagets aktieägare om aktieförvärv i samgåendesyfte eller har sådant erbjudande redan lämnats, får denna styrelse icke annat än under förutsättning av bolagsstämmans godkännande vidtaga någon åtgärd i fråga om bolagets verksamhet som kan äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande.

6. Då ett samgående övervägs eller förhandlingar därom upptagits skall på ömse sidor sträng sekretess iakttagas för undvikande av att kursen på aktierna i de berörda bolagen påverkas.

III. *Förfarandet*

1. När det erbjudande bolaget fattat beslut om de villkor på vilka bolaget önskar förvärva aktier i det andra bolaget skall dessa villkor omedelbart offentliggöras genom pressmeddelande och ett prospekt snarast

utsändas till alla av erbjudandet omfattade aktieägare vilkas postadresser är kända.

2. Prospektet skall innehålla:

a) de ekonomiska villkoren för överlåtelsen;
b) uppgift om bank eller annat organ som anlitas vid samgåendet samt om det praktiska förfarandet i övrigt;
c) förbehåll av olika slag, såsom rörande bolagsstämmas godkännande av erforderlig kapitalökning och eventuell ändring av bolagsordningen, graden av anslutning från de aktieägare till vilka erbjudandet riktas etc;
d) den tid inom vilken accept av erbjudandet skall ske;
e) uppgift huruvida ansökan om befrielse från realisationsvinstskatt ingivits;
f) i förekommande fall uppgift om såväl antalet som röstvärdet av aktier i det andra bolaget som det erbjudande bolaget äger eller på annat sätt kontrollerar;
g) uttalande om erbjudandet av styrelsen i det andra bolaget när sådant uttalande kan erhållas;
h) kortfattade redogörelser för bolagens, i förekommande fall koncernernas, verksamhet och deras ställning inom vederbörande bransch;
i) sammanställning av båda bolagens (koncernernas) resultaträkningar, balansräkningar och finansieringsanalyser, som regel för de fem senaste åren, uppställda i enlighet med Näringslivets börskommittés rekommendationer om årsredovisning;
j) uppgift för båda bolagen om utdelning och om börskurs vid räkenskapsårets slut som regel för de fem senaste åren;
k) där så lämpligen kan ske, uppgift för båda bolagen om omräknad nettovinst per aktie med angivande av hur omräkningen skett, som regel för de fem senaste åren;
l) uppgift om händelser av väsentlig betydelse för bolagen som inträffat efter de senaste årsredovisningarnas avgivande;
m) uppgift om styrelsernas sammansättning i båda bolagen;
n) uppgift om de överväganden som legat bakom erbjudandet samt den betydelse som samgåendet väntas få för bolagen;
o) om i den erbjudna likviden ingår det erbjudande bolagets egna aktier och dessa ej noteras på Stockholms Fondbörs, uppgift om var en marknad kan påräknas för aktierna och om de förhållanden som utmärker denna marknad.

3. Uppgifter i prospekt enligt 2 i)–l) skall granskas av vederbörande bolags revisorer. Deras berättelser över granskningen skall intagas i prospektet.

4. Om den erbjudna likviden utgöres av enbart kontanta medel, kan uppgifterna under 2 h)–m) antingen utgå eller också begränsas till att avse endast det bolag till vars aktieägare erbjudandet riktas.

5. Då särskilda skäl föreligger, exempelvis om sammanställningen av uppgifter är tidsödande och risk för obehörig spridning av förtrolig information föreligger, kan två prospekt, ett preliminärt och ett slutligt, ifrågakomma. Preliminärt prospekt skall då innehålla de uppgifter som angivits under punkt 2 a)–g) och 1) jämte uppgift om när slutligt prospekt beräknas föreligga. Slutligt prospekt skall offentliggöras före början av den tid som angivits för accept av erbjudandet och skall innehålla samtliga under 2 a)–o) upptagna uppgifter.

6. Sedan fråga om samgående uppkommit, får befattningshavare som inom ett bolag har att handlägga ärendet eller som i tjänsten får kännedom om planerat samgående ej överlåta eller förvärva aktier i berörda företag förrän erbjudandet offentliggjorts genom (slutligt) prospekt eller frågan om samgående förfallit.

# Bilaga 5 Utgångspunkter för diskussion om courtageregleringen och dess betydelse för fondkommissionärernas verksamhet och inbördes konkurrens

*av Jan Werding*

## 1 *Uppgifter om marknadsstruktur och konkurrens*

För att belysa marknadsstruktur och konkurrens finns det möjligheter att ta fram ur offentligt statistiskt material uppgifter om

volymutveckling
marknadsandelar
handel med börsnoterade aktier
kundkretsens sammansättning hos banker resp. mäklare.

### 1.1 Volymutveckling

Uppgifter som kan läggas till grund för en uppskattning av den totala volymen aktieöverlåtelser i allmänhet finns i bankstatistiken och i uppgifter om influtna fondstämpelavgifter.

Uppgifterna i bankstatistiken om värdet av genom fondkommissionärer omsatta aktier uppvisar diverse egendomligheter som ger anledning att bedöma felmarginalen i angivelserna till ± 5 %. Omsättningen av aktier på annat sätt än genom fondkommissionärer har beräknats som om hela den erlagda fondstämpelavgiften avsåg överlåtelse av aktier. Eller sålunda:

$$\text{värdet av omsatta aktier} = \frac{\text{fondstämpelavgift}}{0.003}$$

Detta approximationsförfarande påverkar inte resultatet av beräkningarna i någon större utsträckning. Om andelen obligationer i verkligheten skulle ha uppgått till 50 % så blir felmarginalen i den totala volymen aktieöverlåtelser inte mer än + 10 %.

*Tabell A* Värdet av omsatta aktier (mdr. kr)

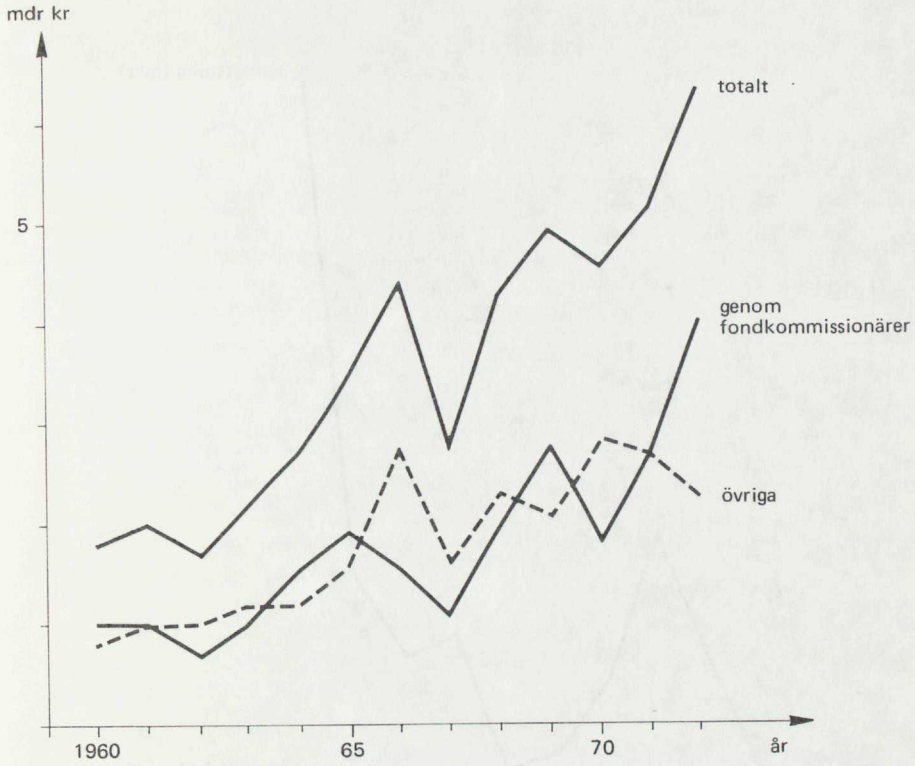
| År | Totalt | Därav genom fondkommissionärer | Övriga |
|---|---|---|---|
| 1960 | 1,8 | 1,0 | 0,8 |
| 1968 | 4,3 | 2,0 | 2,3 |
| 1969 | 4,9 | 2,8 | 2,1 |
| 1970 | 4,6 | 1,8 | 2,8 |
| 1971 | 5,2 | 2,7 | 2,7 |
| 1972 | 6,4 | 4,1 | 2,3 |

*Källa:* – Sveriges officiella statistik; Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC; utgiven årligen av bankinspektionen. – Uppgifter från Postverket om erlagd fondstämpelavgift.

### 1.2 Marknadsandelar

Den marknad som är intressant med tanke på courtageregleringens direkta och indirekta prisbildningsfunktion är marknaden för förmedling av aktieöverlåtelser. Därvid bortfaller jämfört med ovanstående volymuppgifter överlåtelser mellan närstående personer och överlåtelser av hela företag.

De sist nämnda tjänsterna har en något annorlunda karaktär än förmedling. Överlåtelse mellan närstående där kontakt redan är etablerad är en juridisk tjänst som advokater och likställda förmodligen redan nu prissätter på annat sätt än genom courtage. Vid smärre poster blir det kanske billigare för




*Figur A* Värdet av omsatta aktier (mdr. kr)

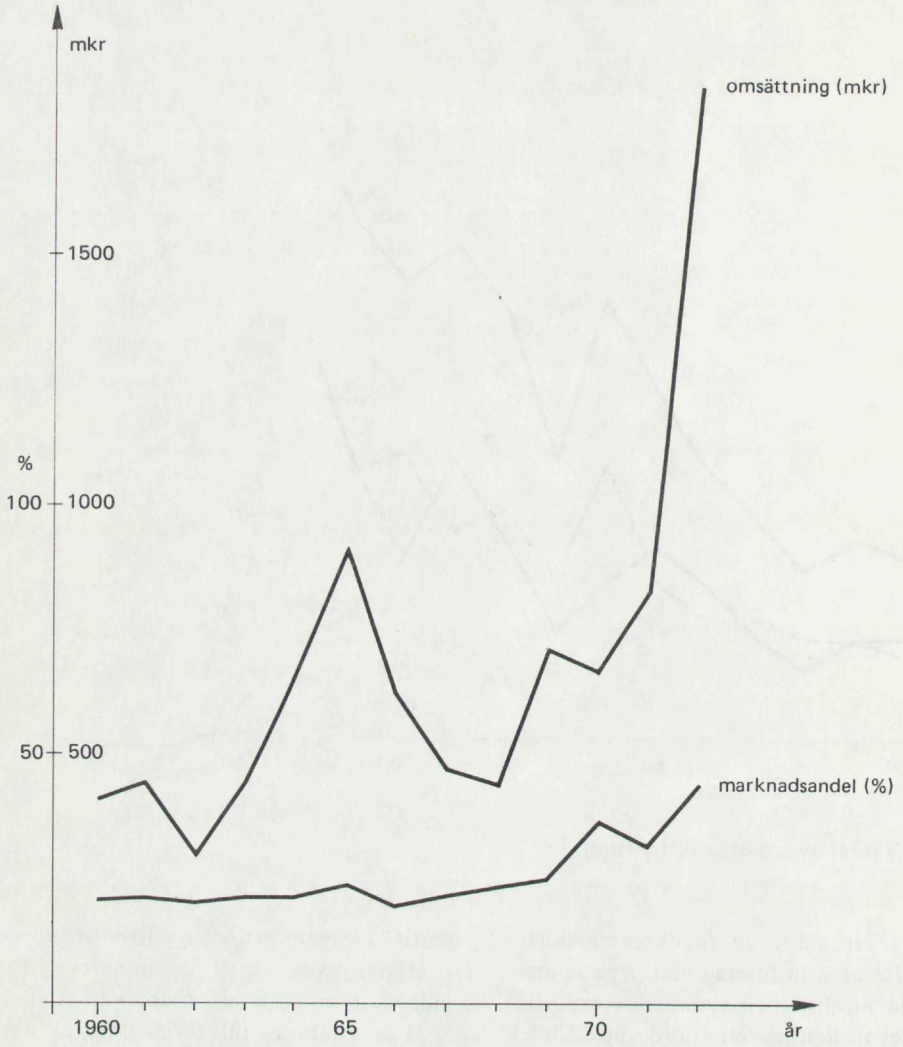
kunderna att anlita en fondkommissionär. Överlåtelse av hela företag kräver på samma sätt både juridisk och ekonomisk expertis. Kontakter mellan parterna torde med fördel kunna förmedlas på annat sätt än genom renodlad fondkommission.

Kvar står förmedling av aktieöverlåtelse som en rent finansiell transaktion. Här är den väsentliga funktionen att finna köpare och säljare samt att bevaka prisbildningen på värdepapper. De aktier som blir aktuella avgränsas då automatiskt till börsnoterade papper eller andra med spritt ägande. Mot den bakgrunden torde man kunna våga påståendet att alla transaktioner där förmedlingstjänsten haft mer än oväsentlig betydelse har förmedlats av fondkommissionärer.

Under senare tid tycks vissa kommissionärer ha börjat med något som skulle kunna kallas aktiv fondkommission. Man söker upp potentiella köpare och/eller säljare och föreslår affärer även i fall av mindre spritt ägande. Det som gör att denna verksamhet ändå kan hänföras till förmedling är det dominerande inslaget av kontaktskapande och prisbevakning.

På förmedlingsmarknaden är svenska fondhandlareföreningens bestämmelser för fondstämpel och courtage och därmed courtageregleringen normbildande för prissättningen.

Fondkommissionärerna erbjuder i samband med aktieöverlåtelser också andra tjänster än förmedling. Courtaget blir därigenom delvis också en ersättning för vissa juridiska och ekonomiska tjänster. Det är därför svårt att precisera marknadsandelar i egentlig bemärkelse. Vad som kan mätas är olika kommissionärers omsättning av värdepapper och deras courtageintäkter.




Källa: se tabell B

*Figur B* De privata fondmäklarnas omsättning och marknadsandel

*Tabell B* Värdet av omsatta aktier genom fondkommissionärer; marknadsandelar i %

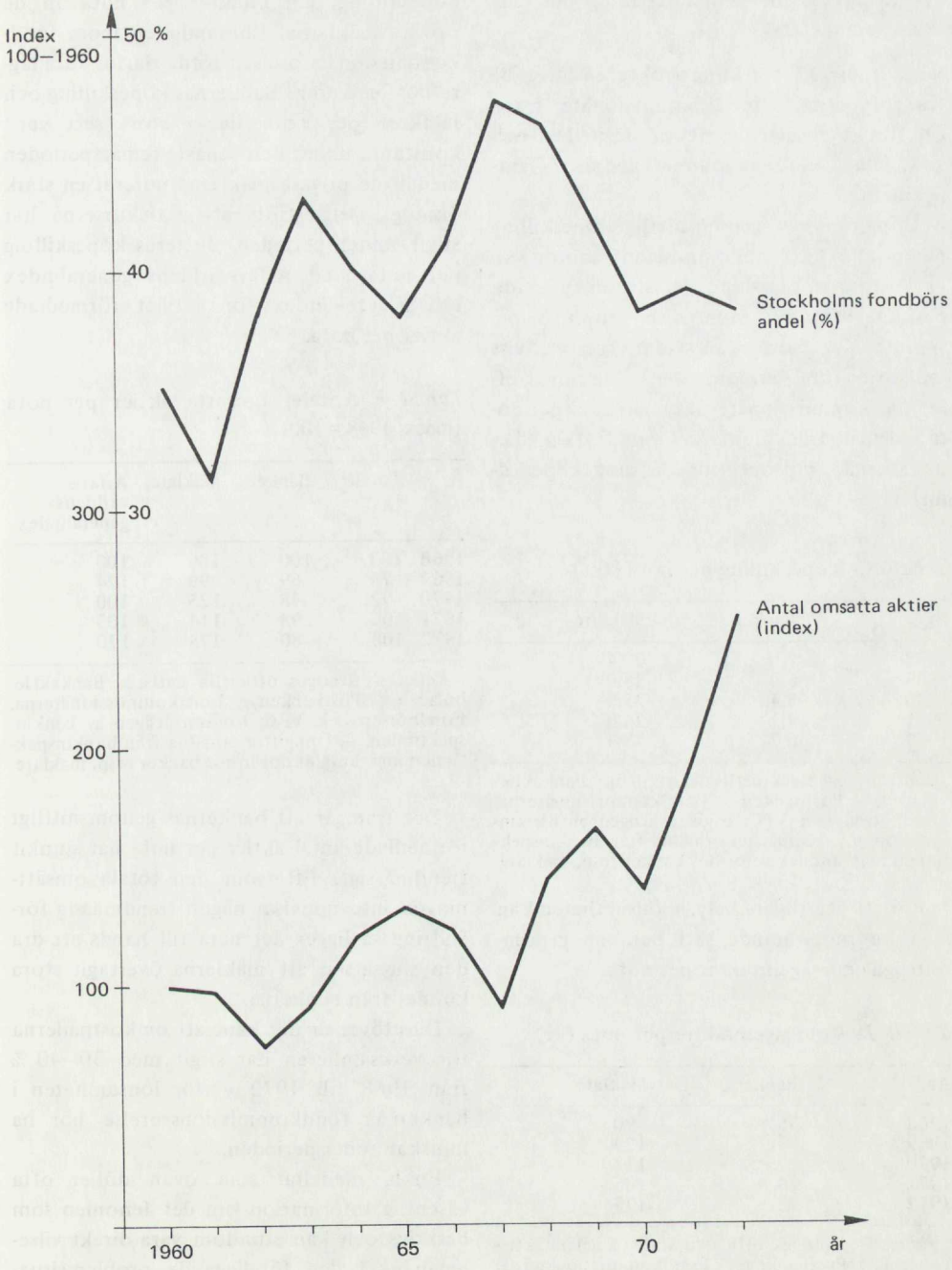
| År | Banker | Mäklare |
|---|---|---|
| 1960 | 79 | 21 |
| 1968 | 77 | 23 |
| 1969 | 75 | 25 |
| 1970 | 64 | 36 |
| 1971 | 69 | 31 |
| 1972 | 56 | 44 |

*Källa:* Sveriges officiella statistik; Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC; utgiven årligen av bankinspektionen.

### 1.3 Handel med börsnoterade aktier

Omfattningen av handeln med börsnoterade aktier kan kartläggas överslagsvis utifrån befintlig offentlig statistik. Här avses då endast handel inom ramen för egentlig förmedling enligt definition ovan.

Vid en närmare granskning av statistiken framgår att fondkommissionärernas förmedling av handel med icke börsnoterade aktier är obetydlig. Under de senaste 8–10 åren torde denna del av omsättningen ha uppgått




Källa: se tabell B

*Figur C* Fondkommissionärernas aktieomsättning över Stockholms Fondbörs och antal omsatta aktier

till omkring 5 %. Med tanke på osäkerheten i övrigt med avseende på det statistiska materialets kvalitet torde man kunna bortse från denna del av fondkommissionärernas verksamhet vid en överblick av utvecklingen inom handel med börsnoterade papper.

1.4 Kundkretsens sammansättning hos banker resp. mäklare

Vissa uppgifter om kundstrukturen inom de två grupperna av fondkommissionärer framgår direkt av den offentliga statistiken och andra kan beräknas indirekt utifrån offentliga data.

Uppgifter om genomsnittlig köpeskilling per nota exkl. fondkommissionärsnotor kan ge en viss uppfattning om storleken av de enskilda affärerna inom resp. grupp. Köpeskilling per nota kan vidare ge en viss indikation om verksamhetens lönsamhet eftersom kommissionärernas kostnader per nota i stor utsträckning anses vara fasta medan intäkterna är proportionella mot köpeskillingen.

*Tabell C* Köpeskilling per nota (tkr)

| År | Banker | Mäklare |
|---|---|---|
| 1968 | 7,0 | 20,4 |
| 1969 | 6,0 | 25,0 |
| 1970 | 5,4 | 25,5 |
| 1971 | 7,1 | 24,0 |
| 1972 | 6,7 | 43,4 |

*Källa:* – Sveriges officiella statistik; Bankaktiebolagen, Postbanken Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC; utgiven årligen av bankinspektionen. – Uppgifter erhållna från bankinspektionen ang. antalet notor hos banker resp. mäklare.

För att ytterligare belysa lönsamheten kan man på motsvarande sätt beräkna genomsnittliga courtageintäkter per nota.

*Tabell D* Courtageintäkter per nota (kr)

| År | Banker | Mäklare |
|---|---|---|
| 1968 | 35 | 90 |
| 1969 | 73 | 129 |
| 1970 | 27 | 112 |
| 1971 | 34 | 106 |
| 1972 | 35 | 179 |

*Källa:* – Sveriges officiella statistik; Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC; utgiven årligen av bankinspektionen. – Uppgifter erhållna från bankinspektionen ang. antalet notor hos banker resp. mäklare.

De enskilda uppgifterna i tabellerna C–D kan givetvis diskuteras men följande tendenser torde stå klara. Bankerna har mycket lägre köpeskilling och intäkter per nota än de privata mäklarna. Lönsamheten inom fondkommissionärsrörelsen torde därför vara lägre hos bankerna. Bankernas köpeskilling och intäkter per nota har i stort sett varit konstanta under den senaste femårsperioden medan de privata mäklarna noterat en stark ökning. Detta trots att aktiekurserna har stigit under perioden. Justeras köpeskilling per nota med Affärsvärldens generalindex erhålls ett index för antalet förmedlade aktier per nota.

*Tabell E* Antalet omsatta aktier per nota (index, 1968 = 100)

| År | Totalt | Banker | Mäklare | Affärsvärldens generalindex |
|---|---|---|---|---|
| 1968 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 1969 | 73 | 69 | 99 | 124 |
| 1970 | 92 | 78 | 125 | 100 |
| 1971 | 106 | 98 | 114 | 103 |
| 1972 | 108 | 80 | 178 | 120 |

*Källa:* – Sveriges officiella statistik; Bankaktiebolagen, Postbanken, Fondkommissionärerna, Fondbörsen och VPC; utgiven årligen av bankinspektionen. – Uppgifter erhållna från bankinspektionen ang. antalet notor hos banker resp. mäklare.

Det framgår att bankernas genomsnittligt förmedlade antal aktier per nota har sjunkit trendmässigt. Eftersom den totala omsättningen inte uppvisar någon trendmässig förändring så ligger det nära till hands att dra den slutsatsen att mäklarna övertagit stora kunder från bankerna.

Därutöver är det känt att omkostnaderna för verksamheten har stigit med 30–40 % från 1968 till 1972 varför lönsamheten i bankernas fondkommissionsrörelse bör ha minskat under perioden.

Enkla medeltal som ovan döljer ofta väsentlig information om det fenomen som beskrivs och kan stundom vara direkt vilseledande. I den föreliggande problemsituationen skulle det vara av värde att känna till mer om kundstrukturen och kommissionärernas olika typer av affärer. Nedanstående slutsatser grundar sig enbart på analyser av den offentliga statistiken men har i efterhand kunnat bekräftas genom stickprovsun-

dersökningar på till bankinspektionen inlämnade fondnotor.

Bankernas låga genomsnittsomsättning per nota skulle kunna uteslutande vara en följd av att man har en mycket stor andel småkunder. Så är dock i huvudsak inte fallet för de senaste åren. Om med små notor menas notor som debiterats minimicourtage så kan man visserligen konstatera att andelen små notor torde variera mellan 25 % och 50 % av bankernas samtliga notor. Men också den genomsnittliga köpeskillingen på övriga notor ligger avsevärt under mäklarnas totala genomsnittsbelopp.

Andelen icke börsnoterade aktier i bankernas omsättning har varit mycket låg, 1971 under 5 %. Dessförinnan hade andelen möjligen ökat något under den föregående femårsperioden. Utfallet för 1972 är svårtolkat men mycket tyder på att de icke börsnoterade aktiernas omsättningsandel inte ökat mellan 71 och 72 utan att det höga faktiska genomsnittscourtaget (5,1 °/₀₀) främst beror på ett mycket stort antal notor för kompletteringsaffärer med teckningsrätter som debiterats minimicourtage.

Andelen små notor hos de privata mäklarna torde understiga 10 %. Därmed blir deras omsättningsandel försumbar, under 0,5 %.

Den andel av mäklarnas omsättning som avser icke börsnoterade aktier synes naturligt nog vara mycket låg, under 5 % för de senaste åren. Möjligen har andelen minskat sedan 1968.

Mäklarnas affärer i fast räkning kommer till uttryck i statistiken genom att courtage inte debiteras. Denna typ av handel har ökat kraftigt de senaste åren, mellan 1971 och 1972 från ca 5 % till ca 12 % av omsättningen.

## 2 *Resultatutveckling*

Den andra delen av de data som erfordras för att bedöma effekterna av ett avskaffande av courtageregleringen är uppgifter om fondkommissionärernas resultatutveckling. Sådana data är dock tyvärr svåra att få tag i om man avser att använda dem för jämförelser mellan banker och mäklare resp. över en längre tidsperiod.

Bankinspektionen har gjort en bearbetning av de privata fondmäklarnas bokslut för 1971 och 1972. Av denna framgår bl. a. följande.

*Tabell F* Resultatutveckling; samtliga privata fondkommissionärer (ej koncernuppg.)

| | 1971 | 1972 |
|---|---|---|
| rörelseresultat före avsättningar (mkr) | 3,0 | 9,9 |
| rörelseresultat före avsättningar i procent av eget kapital inkl. reserver | 18,3 % | 39,6 % |

I övrigt kan man som framgått ovan dra vissa slutsatser om resultatutvecklingen utifrån de i avsnitt I redovisade omsättningsuppgifterna.

## 3 *Diskussion*

Courtagesatserna har inte höjts sedan 1967 och trots en markant kostnadsökning har fondkommissionärerna ännu inte givit uttryck för önskemål om ytterligare höjningar. Detta kan ses som ytterligare ett indicium på att lönsamheten totalt sett är tillfredsställande.

Det förhållandet att lönsamheten bibehållits eller ökat trots ökande kostnader torde direkt och indirekt bero på att omsättningen har kunnat ökas mycket kraftigt sedan 1967 (jfr figur A). Omsättningsökningen kan hänföras dels till en ökning av antalet transaktioner och dels till ökad transaktionsstorlek. Det har säkerligen funnits möjligheter att i båda fallen realisera vissa resursbesparande stordriftsfördelar som dämpat kostnadsstegringarnas inverkan på lönsamheten. I det senare fallet är detta särskilt tydligt eftersom kostnaderna per transaktion i stor utsträckning anses vara fasta.

Totalt sett kan ca 15 % av omsättningsökningen mellan 1970 och 1972 hänföras till ökad transaktionsstorlek och ca 85 % till ökat antal transaktioner.

Differentieras bilden till en jämförelse av banker och mäklare framstår tendenserna tydligare. Enligt vad som konstaterades ovan har mäklarna tillgodogjort sig nästan hela den förmånliga direkta omsättningseffekten i form av ökad transaktionsstorlek. Mellan 1970 och 1972 ökade genomsnittlig transaktionsstorlek med ca 50 % medan samtidigt antalet transaktioner fördubblades. Bankerna har tvärtom fått vidkännas en minskad transaktionsstorlek vilket torde ha medfört en press på lönsamheten. Mellan 1970 och 1972 var dock genomsnittlig transaktionsstorlek konstant samtidigt som antalet transaktioner fördubblades.

Ovanstående tyder på att bankerna till skillnad från mäklarna skulle kunna anse sig vara i behov av prishöjningar. Den aktuella höjningen av minimicourtaget med 100 % torde vara ett försök att komma till rätta med detta problem. Åtgärden har viss betydelse för bankerna på grund av deras höga andel minimicourtagenotor men kommer inte att påverka mäklarnas courtageintäkter. Effekten på bankernas courtageintäkter blir dock begränsad till ca 20 % vilket motsvarar 2–3 års lönekostnadsökningar. Det är med andra ord en tillfällig lösning.

En annan viktig slutsats är att mäklarnas till synes mycket goda lönsamhet är bunden till en fortgående omsättningsökning. Om transaktionsstorlekarna inte fortsätter att öka på samma sätt som åren 1967–72 så minskar lönsamheten mot en mer "normal" nivå. En omsättningsminskning kan även aktualisera lönsamhetsproblem för mäklarna såsom fallet var åren 1966–67. En utveckling i denna riktning kan infinna sig snart i och med att de förmånliga omsättningseffekterna hos mäklarna till större delen synes vara ett resultat dels av att man vunnit över stora kunder från bankerna och dels att kundernas transaktionsbeteende förändrats (jfr tabell E). Dessa källor till omsättningsökning är begränsade.

Slutsatsen blir att den senaste femårsperioden av återhållsamhet med prisstegringar är tillfällig och att man kan förvänta sig en press uppåt på courtagesatserna inom en inte alltför avlägsen framtid.

Det är i någon mån anmärkningsvärt att man bara i begränsad utsträckning kunnat skönja någon priskonkurrens trots den på sina håll goda lönsamheten. Det kan tyda på att courtagets höjd inte är eller inte anses vara ett effektivt konkurrensmedel. Mäklarna har uppenbarligen kunnat konkurrera effektivt på annat sätt. Då marknaden samtidigt är starkt kartellbunden torde incitamenten till prissänkningar vara låga.

I den situation som ovan skisserats är det sammanfattningsvis sannolikt att ett avskaffande av courtageregleringen i börsordningen får liten eller ingen inverkan på konkurrensen mellan fondkommissionärerna.

# Bilaga 6 Reservation

*av ledamöterna Grönquist, Langenskiöld och Lindencrona*

För närvarande representeras allmänna intressen av tre ledamöter i börsstyrelsen, nämligen ordföranden och de av Stockholms kommun utsedda ledamöterna. Börsmedlemmarna representeras av fyra ledamöter, varav två utses av bankaktiebolag och två av "fria mäklare". Stockholms handelskammare tillsätter två ledamöter.

Fondbörsutredningen föreslår att antalet ledamöter i börsstyrelsen skall minskas från nio till åtta. Hälften av styrelsen skall tillsättas av offentliga organ, nämligen tre ledamöter av Kungl. Maj:t och en ledamot gemensamt av fullmäktige i riksbanken och riksgäldskontoret. Av den andra hälften skulle två ledamöter utses av börsmedlemmarna och två ledamöter av organisationer representerande de börsregistrerade företagen, nämligen Handelskamrarnas nämnd och Sveriges Industriförbund. Ordföranden skall erhålla utslagsröst. Förslaget innebär sålunda att de offentligen tillsatta ledamöterna erhåller majoritet.

Av följande skäl kan vi inte acceptera utredningens förslag.

För att den nu föreslagna riksbörsen skall bli både så effektiv som möjligt och ha förmåga att vinna såväl den svenska allmänhetens som det internationella börsväsendets förtroende bör tre huvudintressen vara lika företrädda, nämligen det allmänna, de börsnoterade företagen samt börsmedlemmarna.

Kontrollintresset bör framför allt tillgodoses genom tillsynsmyndigheten. Lämpligt är att, såsom f. n., ordförande utses av Kungl. Maj:t. Hänsyn till traditionen kunde gjort det önskvärt att behålla två representanter för Stockholms kommun. Å andra sidan förstår vi också de skäl som talar för att den kommunala representationen ersättes med statliga ledamöter så att Kungl. Maj:t förutom ordföranden tillsätter två ledamöter. Vi kan även se fördelar häri om därigenom lättare kan tagas hänsyn till intresset att bereda representation för exempelvis aktiesparare och finansanalytiker.

Vad angår särskilt riksbankens och riksgäldskontorets representation i börsstyrelsen anser vi sådan omotiverad, då det icke finns anledning att lägga några penningpolitiska aspekter på börsens verksamhet.

De enligt nuvarande ordning av Stockholms Handelskammare utsedda ledamöterna angavs på sin tid skola representera affärslivet i allmänhet. En anpassning till Stockholms fondbörs nu avsedda rikskaraktär och den nuvarande organisationsstrukturen i riket gör det lämpligt att såsom majoriteten föreslagit en ledamot utses av vardera Handelskamrarnas nämnd och Sveriges Industriförbund. Med hänsyn till de institutionella placerarnas ökande betydelse bör härtill komma en ledamot utsedd av Svenska Försäkringsbolags Riksförbund.

Frågan om börsmedlemmarnas representation i börsstyrelsen var kontroversiell redan i samband med förarbetena till 1919 års lag om fondkommissionsrörelse. Fondhandelsut-

redningens majoritet ville ge fondhandlarna tre femtedelar av styrelseplatserna. En minoritet ville begränsa platserna till en tredjedel. Den nuvarande ordningen – 4 av 9 – är resultatet av en kompromiss. I dagens läge synes oss den rimliga balansen mellan, å ena sidan, intresset av att tillföra börsen ingående kännedom om börsväsendet och praktisk erfarenhet på ett mycket specialiserat och komplicerat område samt, å andra sidan, hänsynen till den risk för ett ensidigt tillgodoseende av börsmedlemmarnas intresse som fondhandelsutredningens minoritet befarade, bäst tillgodoses om börsmedlemmarna får en tredjedel av platserna eller tre av nio.

Enligt vår mening bör sålunda börsstyrelsen utses på följande sätt.

Kungl. Maj:t utser ordföranden och ytterligare två ledamöter,

Svenska Fondhandlareföreningen väljer tre ledamöter,

Handelskamrarnas nämnd väljer en ledamot,

Sveriges Industriförbund väljer en ledamot,

Svenska Försäkringsbolags Riksförbund väljer en ledamot.

Suppleanter utses på motsvarande sätt.

# Förteckning över litteratur m. m.

Här anges några arbeten av betydelse för de i betänkandet behandlade frågorna. Se även förteckningarna i SOU 1968: 59 s. 124, SOU 1970: 38 s. 68 och SOU 1971: 9 s. 129.


*Svenska:*

*Algott, S.* Börsen. En bok om rörliga värden till vardags, Uppsala 1965. (*Cit. Algott*).

*Algott, S.* Bidrag till Stockholms fondbörs historia. Stockholms fondbörs 100 år, Stockholm 1963.

*Gadde, E.* Lagen om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m. m., Stockholm 1919.

*Malmaeus, C.* Att köpa utländska värdepapper, Stockholm 1971.

*Möller, B.* Svensk aktiemarknad, Göteborg 1962.

*Rydén, B.* Fusioner i svensk industri, Stockholm 1971.

*Ström, K. W.* Fondbörsen och tillsynsmyndigheten. Stockholms fondbörs 100 år, Stockholm 1963.

*Utländska:*

*Betænkning* (600–1971) om Fondsbørsen och fondsbørsvekselererne, Köpenhamn 1971.

*Admission of Securities to Listing*, issued by authority of the Stock Exchange, London mars 1973.

*Bremer, H.* Grundzüge des deutschen und ausländischen Börsenrechts, Berlin 1969. (*Cit. Bremer*).

*Bruns, G.* Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt am Main 1961. (*Cit. Bruns*).

*Leffler, G. L., Loring C. F.* The Stock Market, New York 1963.

*Spray, D. E.* The Principal Stock Exchanges of the World, Washington 1964.

*SOU*

1965: 72. Aktievinsters beskattning.
1967: 64. Samordnad banklagstiftning.
1968: 59. Förenklad aktiehantering.
1969: 13. Förenklad obligationshantering.
1970: 38. Förtrolig företagsinformation och börshandel.
1971: 9. Större företags offentliga redovisning.
1971: 15. Förslag till aktiebolagslag m. m.
1972: 63. Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden.

Betänkande med förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m. m. Avgivet av inom Kungl. Finansdepartementet särskilt tillkallade sakkunniga. Stockholm 1918. (*Cit. fondhandelsutredningen*).

*Propositioner*

1919: 114. Förslag till lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet m. m.
1919: 243. Förslag till ändrad lydelse av tryckfrihetsförordningen.
1968: 143. Förslag till lag angående ändring i lagen om bankrörelse m. m.
1970: 99. Förslag till lag om förenklad aktiehantering m. m.
1971: 30. Förslag till förvaltningsrättsreform.
1971: 130. Förslag till lag om registrering av aktieinnehav.

# Summary in English

*Report (IV) of the Swedish Stock Exchange Review Committee: The Stock Exchange*

The Stock Exchange Review Committee has hitherto presented three reports. The first contained proposals relating to the simplified handling of shares (SOU 1968: 59). In the second, which dealt with measures to prevent insider trading, the registration of certain shareholders was recommended (SOU 1970: 38). Both these reports have led to the passing of legislation. The third report was concerned with the reporting requirements for major companies (SOU 1971: 9). It is presently being dealt with by the Ministry of Justice within the framework of a revision of company law.

The report outlined here is concerned with stock exchange activities.

The rules currently controlling stock exchange operations are to be found in the Act on Brokerage Business and Stock Exchange Activities (1919: 240). These rules have been so designed as to protect the public interest.

Under the present law, a government permit is required to set up a stock exchange. Although the law allows for the establishment of several stock exchanges, each with its own special set of rules, there is in fact only one stock exchange in Sweden—the Stockholm Stock Exchange. However, the Swedish Association of Stockbrokers conducts certain activities similar to those of a stock exchange in respect to a number of Swedish and foreign securities that are not listed on the Stockholm Stock Exchange.

The Committee contends that, in order that proper protection be provided for the capital interests of the public, stock exchange activities should continue to be conducted only on condition of government authorization and under the surveillance of the Swedish Bank Inspection Board. Since there is no evidence of one or more stock exchanges being required in addition to the Stockholm Stock Exchange, the Committee recommends that this latter exchange formally be given the character of a national exchange and awarded the exclusive right of conducting activities of this nature. Incorporated in the recommendation is a definition of stock exchange operations. Such activities are assumed to exist when offers to buy and sell shares, bonds, etc. are brought together for the purpose of trading and the quotation of prices. This definition implies that the type of stock exchange activity presently carried on by the Association of Stockbrokers will be covered by the proposed exclusive right of the Stockholm Stock Exchange. So as to avoid disrupting the present "market division" between the Stockholm Stock Exchange and the Association of Stockbrokers, it is proposed in the report that the Stock Exchange be given the right to commission, with the authorization of the Bank Inspection Board, an organization of Swedish stockbrokers to make certain decisions regarding the listing of securities on the Stock Exchange, and to handle the price quotations for such securities. This recommendation will make it possible for the Association of Stockbrokers to continue to conduct trade in securities and quote prices to more or less the same extent as

today. In the future, however, such activities will be under the control of the Stock Exchange.

The Council of the Stockholm Stock Exchange presently comprises a chairman and eight other members. The chairman is appointed by the Government. Of the other members, two are elected by the banks that are members of the Stock Exchange, two by the other members of the Exchange (i. e. the private stockbroking firms), two by the Stockholm City Council and two by the Stockholm Chamber of Commerce.

It is the contention of the Committee that it is desirable to have greater spread in the composition of the Council, with heavier representation on the part of the general public. It is recommended that the Council be composed of a chairman and seven other members. The Government should appoint the chairman and two other members. One member should be elected jointly by the Riksbank and the National Debt Office, one member by the National Committee of the Chambers of Commerce, one member by the Swedish Federation of Industry and two members by the members of the Stock Exchange. It is proposed that Council decisions be made by simple majority vote. In the event of a tie, the vote of the Chairman will be decisive. The task of taking into consideration the public interest, which is incumbent on the persons elected by the Government, must be regarded as also comprising those interests that are not directly represented on the Council, i. e. particularly those institutions, companies and individuals who buy, own and sell securities listed on the Stock Exchange. A minority view expressed by three members—representing the business community, the banks and the stockbrokers—was that the board should, as is now the case, have nine members. The opinion of the minority was that the Government should appoint three members, one of them the chairman. Three members should be elected by the Association of Stockbrokers and three—representing various sectors of the business community—by the Committee of the Chambers of Commerce, the Federation of Swedish Industry and the Federation of Swedish Insurance Companies, respectively.

It is also proposed that, as a condition for Stock Exchange membership, the party concerned must be authorized to conduct stockbroking business and must in other respects be suitable as a member of the Stock Exchange, i. e. have the special experience, knowhow, etc. required of someone participating in stock exchange operations. A Stock Exchange member who is a legal person must, according to this proposal, be represented by a "Stock Exchange agent" when trading is being done. As has been the case hitherto, one of the conditions for the authorization of a Stock Exchange agent would be that the agent has permanent employment with a member. In concurrence with prevailing law, the Committee has not proposed that the terms of employment for a Stock Exchange agent must unconditionally be based on a fixed salary. On the other hand, it is recommended that the agent wholly or mainly receives a fixed salary, i. e. does not work in substantial degree on a commission basis. As regards the securities transactions of the agent himself, certain of his relatives and associated legal persons, the Committee recommends certain rules, the violation of which will involve criminal liability. This means in effect that the Stock Exchange agents must, on pain of penalty, register with the Bank Inspection Board their holdings and changes in their holdings of listed shares and certain other securities, e. g. convertible bonds, in accordance with a system similar to that embodied in the Act on the Registration of Shareholdings (1971: 827), the "Insider Act".

As a fundamental rule when examining the issue of the listing of a security on the Stock Exchange, it is recommended that account be taken of the applicant company's financial position, the market conditions for the security in question, and other relevant circumstances. On listing, the applicant company must thus be financially stable and its

securities must be spread among a relatively large number of persons. There must also be good reason to expect regular trade in the security concerned. Furthermore, it is important that the management of the company can be expected to meet the information requirements of the general public and the Stock Exchange. It is accordingly proposed that an applicant company should undertake to follow certain norms relating to its accounting practices and the information it supplies to the public. Such an undertaking should be made in the form of a "listing agreement"—a contract between the company and the Stock Exchange. Under the terms of this contract, the company would also agree to assist the Stock Exchange Council in the execution of its duties, e. g., through voluntarily informing the Council about circumstances of importance in the evaluation of the company's shares. An example of such circumstances would be a decision to amalgamate with some other company. It is proposed that these recommendations should apply to the Stock Exchange listing of securities handled by both the Stock Exchange Council and the organization of stockbrokers. The listing handled by the Council is called "listing for Stock Exchange quotation". The listing decided on by the stockbrokers is referred to as "listing for stockbroker quotation". As regards the former type of listing, it is recommended that the applicant company should have equity totalling at least ten million Swedish kronor, and that the market value of its shares at the time of introduction should amount to the same figure. No such requirements have been proposed for the companies listing their securities through the stockbrokers' organization. The intention is that small companies would be able to list their securities through the stockbrokers.

As regards the procedure for trading on the Stock Exchange, the Committee feels that it is for the Stock Exchange Council to decide the extent to which trading should be conducted by means of callovers or in other ways. It is, for instance, possible that in the future stock exchange trading will—to a greater or smaller extent—be carried on with the help of computers and other electronic aids so that the Stock Exchange agents need no longer personally attend the Stock Exchange premises. The recommendation paves the way for the introduction of such procedures. An important new proposal is that members of the Stock Exchange should be under obligation to report immediately to the Exchange all major transactions in listed securities to which they have been parties, for their own or someone else's account, either on or outside of the Stock Exchange. The report should give information relating to the day the transaction took place, the securities turned over and the price. The Council should subsequently publish these reports in tabulated form. In doing so, however, the Council may ignore those reports that are not of substantial importance for an appraisal of the market situation.

Another, more important new proposal relates to the right of the Stock Exchange Council—or, in the case of the securities quoted by the stockbrokers, the latter's association—to suspend trade and quotations for certain kinds of securities, should special circumstances warrant such action. For instance, this would be justified if it is suspected that someone is improperly using confidential information. Normally, such a suspension of activities should not be in force for more than one or two days. During this time, stockbrokers would not be permitted to conclude transactions in the security concerned. It is also recommended that in exceptional conditions, such as in a state of war or war risk, a decision can be made to suspend all dealings and quotations on the Stock Exchange. Such a decision should, in principle, be announced by the Government.

As regards the right of a Stock Exchange member to receive commission on transactions concluded (brokerage), special rules have been proposed. Today, only business transacted on the Exchange is subject to statutory regulation of brokerage. According to the Committee, it should be left to the

Bank Inspection Board to determine the brokerage rates that should be applied by a Stock Exchange member when dealing in securities listed on the Stock Exchange. It is proposed that this regulation should apply to all transactions in listed securities made by a member, irrespective of whether they took place on or outside of the Stock Exchange.

According to the Committee's recommendations, the striking of a security from the Stock Exchange list is permissible if market conditions or other circumstances warrant this, and provided it is not unsuitable in terms of the general interest. As has been the case hitherto, the most common reason for delisting would be the lack of a significant market for the security concerned. The Committee's proposal differs from prevailing law in that it does not attach the same importance to the wishes of the company to have its securities removed from the Exchange. Instead, it emphasizes the importance of such an action being seen in the context of the general interest. Consideration must always be given to the need for a security to be subject to Stock Exchange transactions and price quotations. In this connection, the interest of, e. g., shareholders must be taken into account.

As concerns the finances of the Stock Exchange, the Committee feels that it should be a self-supporting institution, as indeed it has been for the last sixty years or more. In principle, the costs of the Exchange should, as hitherto, mainly be covered by the membership and security fees paid by the Stock Exchange members and the legal persons whose securities are listed on the Exchange.

The Committee has made a number of new proposals regarding certain procedures at the Stock Exchange. For instance, it has recommended express rules of recusancy for the members of the Council and the Secretary General, as well as regulations relating to communication with individual parties in certain matters of special importance to the latter. It has also recommended the right to lodge an appeal with the Government against certain of the Council's decisions regarding members and agents; an example of such a decision would be the rejection of an application for membership.

As mentioned above, the Committee has recommended that Stock Exchange agents should be under obligation to report their security holdings to the Bank Inspection Board, with infringement of this rule being punishable by law. Two other penalty-tied regulations are also included in the proposal. Firstly, in the event of members of the Council and officials and other employees of the Exchange improperly disclosing or using information they have procured in the execution of their duties, information relating to the business or personal circumstances of another party, such persons could be prosecuted for violation of the Stock Exchange secrecy regulations. Secondly, it has been proposed that penalties be imposed on those conducting stock exchange activities in Sweden outside of the Stockholm Stock Exchange.

According to the Committee's recommendations, the statutory regulation of the Stockholm Stock Exchange and its operations will be covered partly by an act dealing with the Stockholm Stock Exchange, partly by a decree relating to the Exchange. The act embodies basic rules for activities on the Stock Exchange. It is proposed that more detailed regulations can be incorporated in the decree. Furthermore, it is assumed that the Bank Inspection Board, being the controlling authority, and the Stock Exchange Council will issue stipulations on certain matters. This system gives the advantage that detailed rules can be altered relatively easily, and thus be quickly adapted to new circumstances.

It can finally be mentioned that, in its next report, the Committee will deal with the rules for stockbroking business. In this work, it will undoubtedly have reason to take up further issues relating to Stock Exchange members and Stock Exchange agents.

# Statens offentliga utredningar 1973

## Systematisk förteckning

**Justitiedepartementet**

Snyltningsbrott och sjukförsäkringsmissbruk. [13]
Utsökningsbalk. Utsökningsrätt XII. [22]
Bättre överblick över lagar och andra bestämmelser. [23]
1956 års klientelundersökning rörande ungdomsbrottslingar. 1. Unga lagöverträdare III. [25] 2. Unga lagöverträdare IV. [49]
Lag och rätt i grundskolan. [26]
Revision av vattenlagen. Del 3.Vattenförbund. [31]
Kriminologisk forskning. [35]
God inkassosed. [39]
Skadestånd V. [51]

**Försvarsdepartementet**

Flygvapnets befäl. [34]
Personal för krigsmaktens förvaltningsverksamhet. [38]
Civilförsvarsförmåner. [40]

**Kommunikationsdepartementet**

Vägtrafiken – kostnader och avgifter. [32]

**Finansdepartementet**

Fastighetstaxering. [4]
Styrelserepresentation för bankanställda. Lagteknisk översyn. [18]
Svensk ekonomi fram till 1977. [21]
Styrelserepresentation för anställda i statliga myndigheter. [28]
Ränta och restavgift på skatt m.m. [33]
Budgetutredningen 1. Budgetreform. [43] 2. Budgetreform. Bilagor. [44] 3. Budgetreform. Stabiliseringspolitiska bilagor. [45] 4. Budgetreform. Den statliga budgetens regionala effekter. [46]
Fondbörsen. [60]

**Utbildningsdepartementet**

Litteraturen i skolan. Separat bilagedel 4 till litteraturutredningens huvudbetänkande. [1]
1968 års utbildningsutredning. 1. Högskolan [2] 2. Högskolan. Sammanfattning. [3] 3. Försöksverksamhet med yrkesteknisk högskoleutbildning. [12] 4. Högskolornas förvaltning. [47] 5. Högskoleutbildning. Hälso- och sjukvårdslinje. Social servicelinje. Medicinsk assistentlinje. Arbetsterapeut- och sjukgymnastlinje. [58] 6. Högskoleutbildning. Juristlinje. Förvaltningslinje. Sociallinje. [59]
Museerna. [5]
Radio i utveckling. [8]
Fortsatt uppsökande verksamhet för cirkelstudier inom vuxenutbildningen. [9]
Reklamutredningen. Reklam III. Ställningstaganden och förslag. [10] Reklam IV. Reklamens kostnader och bestämningsfaktorer. [11]
Filmutredningen. 1. Samhället och filmen. Del 3. [16] 2. Samhället och filmen. Del 4. Slutbetänkande. [53]
Teknisk översyn av studiemedelssystemet. [17]
TRU:s försöksverksamhet 1967–1972. [19]
Forskning för utveckling. [41]
Utbildning av lärarutbildare. [42]
Skolans regionala ledning. [48]
Professorstillsättning. [54]

**Jordbruksdepartementet**

Mål och medel i skogspolitiken. [14]
Miljökontrollutredningen. 1. Miljövårdens informationssystem. Förslag och motiv. [36] 2. Miljövårdens informationssystem. Statskontorets förstudie. [37]
Turism och rekreation i Sverige. [52]

**Handelsdepartementet**

Kommunal planering och detaljhandel. [15]
Varudeklaration – ett medel i konsumentpolitiken. [20]

**Inrikesdepartementet**

Utredningen rörande ökad anställningstrygghet och vidgad behörighet för arbetsdomstolen. 1. Trygghet i anställningen. [7] 2. Trygghet i anställningen. Del 2. [56]
Boendeservice 7. [24]
Sanering III. [27]
Bostäder 1974–76. [50]

**Industridepartementet**

Data och näringspolitik. [6]
Metallmanufakturutredningen. 1. Järn- och metallmanufakturindustrin under 70-talet. [29] 2. Järn- och metallmanufakturindustrin under 70-talet. Bilagor. [30]
Beteendevetenskaplig arbetslivsforskning. [55]

Anm. Siffrorna inom klammer betecknar utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen.

# Statens offentliga utredningar 1973

## Kronologisk förteckning

1. Litteraturen i skolan. U.
2. Högskolan. U.
3. Högskolan. Sammanfattning. U.
4. Fastighetstaxering. Fi.
5. Museerna. U.
6. Data och näringspolitik. I.
7. Trygghet i anställningen. In.
8. Radio i utveckling. U.
9. Fortsatt uppsökande verksamhet för cirkelstudier inom vuxenutbildningen. U.
10. Reklam III. Ställningstaganden och förslag. U.
11. Reklam IV. Reklamens kostnader och bestämningsfaktorer. U.
12. Försöksverksamhet med yrkesteknisk högskoleutbildning. U.
13. Snyltningsbrott och sjukförsäkringsmissbruk. Ju.
14. Mål och medel i skogspolitiken. Jo.
15. Kommunal planering och detaljhandel. H.
16. Samhället och filmen. Del 3. U.
17. Teknisk översyn av studiemedelssystemet. U.
18. Styrelserepresentation för bankanställda. Lagteknisk översyn. Fi.
19. TRU:s försöksverksamhet 1967–1972. U.
20. Varudeklaration – ett medel i konsumentpolitiken. H.
21. Svensk ekonomi fram till 1977. Fi.
22. Utsökningsbalk. Utsökningsrätt XII. Ju.
23. Bättre överblick över lagar och andra bestämmelser. Ju.
24. Boendeservice 7. In.
25. Unga lagöverträdare III. Ju.
26. Lag och rätt i grundskolan. Ju.
27. Sanering III. In.
28. Styrelserepresentation för anställda i statliga myndigheter. Fi.
29. Järn- och metallmanufakturindustrin under 70-talet. I.
30. Järn- och metallmanufakturindustrin under 70-talet. Bilagor. I.
31. Revision av vattenlagen. Del 3. Vattenförbund. Ju.
32. Vägtrafiken – kostnader och avgifter. K.
33. Ränta och restavgift på skatt m.m. Fi.
34. Flygvapnets befäl. Fö.
35. Kriminologisk forskning. Ju.
36. Miljövårdens informationssystem. Förslag och motiv. Jo.
37. Miljövårdens informationssystem. Statskontorets förstudie. Jo.
38. Personal för krigsmaktens förvaltningsverksamhet. Fö.
39. God inkassosed. Ju.
40. Civilförsvarsförmåner. Fö.
41. Forskning för utveckling. U.
42. Utbildning av lärarutbildare. U.
43. Budgetreform. Fi.
44. Budgetreform. Bilagor. Fi.
45. Budgetreform. Stabiliseringspolitiska bilagor. Fi.
46. Budgetreform. Den statliga budgetens regionala effekter. Fi.
47. Högskolornas förvaltning. U.
48. Skolans regionala ledning. U.
49. Unga lagöverträdare IV. Ju.
50. Bostäder 1974–76. In.
51. Skadestånd V. Ju.
52. Turism och rekreation i Sverige. Jo.
53. Samhället och filmen. Del 4. Slutbetänkande. U.
54. Professorstillsättning. U.
55. Beteendevetenskaplig arbetslivsforskning. I.
56. Trygghet i anställningen. Del 2. In.
57. Förslag till bokföringslag. Ju.
58. Högskoleutbildning. Hälso- och sjukvårdslinje. Social servicelinje. Medicinsk assistentlinje. Arbetsterapeut- och sjukgymnastlinje. U.
59. Högskoleutbildning. Juristlinje. Förvaltningslinje. Sociallinje. U.
60. Fondbörsen. Fi.

# Nordisk udredningsserie (Nu) 1973

## Kronologisk förteckning

1. Kommunalt samarbete över de nordiska riksgränserna.
2. Nordiskt kontaktmannamöte i Mariehamn.
3. Varudeklarasjonssamarbeid i Norden.
4. Den nordiska allmänheten och det nordiska samarbetet 1973.
5. Nordisk miljöskyddskonvention.
6. Nordisk pedagogisk specialutbildning för fysioterapeuter.
7. Nordiskt samarbete på arbetsmedicinens område.
8. Övergripande mål för konsumentundervisning i skolan.
9. Konferanse om arbeidsmarkedsforhold.
10. Jämförelse mellan förmögenhetsbrotten i den svenska brottsbalken och den danska straffeloven.
11. TV över gränserna.
12. The Role of the Nordic Countries in European Cooperation.

Allmänna Förlaget

KONGL. BIBL.
- 4 JAN 1974
STOCKHOLM

ISBN 91-38-01711-3