VÄRDEPAPPERSMARKNADEN I FRAMTIDEN

DEL 1

Ur KB:s samlingar
Digitaliserad år 2015

KUNGL. BIBLIOTEKET
National Library of Sweden

SOU 1989:72

Betänkande av värdepappersmarknadskommittén

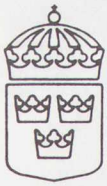
VÄRDEPAPPERSMARKNADEN I FRAMTIDEN

DEL 1

SOU 1989:72

Betänkande av värdepappersmarknadskommittén

Ref



Statens offentliga utredningar
1989:72
Finansdepartementet

Värdepappersmarknaden i framtiden

Del 1

Betänkande av värdepappersmarknadskommittén
Stockholm 1989

Allmänna Förlaget har utgivit en bibliografi över SOU och Ds som omfattar åren 1981–1987. Den kan köpas från förlagets Kundtjänst, 106 47 Stockholm.
Best. nr. 38-12078-X.

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SOU-förrådet
103 33 Stockholm
Tel: 08/763 23 20 Telefontid 8.10–12.00 (externt och internt)
08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

ISBN 91-38-10403-2
ISSN 0375-250X

Graphic Systems AB, Göteborg 1989

Till statsrådet och chefen för finansdepartementet

Genom beslut den 26 februari 1987 bemyndigade regeringen statsrådet Johansson att tillkalla en kommitté med högst sju ledamöter med uppdrag att göra en översyn av förhållandena på värdepappersmarknaden, att utse en av ledamöterna att vara ordförande och att besluta om sakkunniga, experter, sekreterare och annat biträde åt kommittén.

Med stöd av detta bemyndigande förordnade statsrådet den 6 april 1987 som ledamöter justitierådet Staffan Vängby, tillika ordförande, riksdagsledamoten Birgitta Johansson, riksdagsledamoten Arne Kjörnsberg, numera landshövdingen, f.d. riksdagsledamoten Kjell A. Mattsson, riksdagsledamoten Lennart Pettersson, riksdagsledamoten Per Westerberg och direktören, f.d. riksdagsledamoten Olle Wästberg.

Att som sakkunniga biträda kommittén förordnades den 6 april 1987 vice börschefen Lars Bredin, numera departementsrådet Magnus Lundeberg och numera hovrättsrådet Göran Svensson. Den 7 december 1988 entledigades hovrättsrådet Göran Svensson och i hans ställe förordnades genom beslut samma dag direktören Lars-Olof Thörn.

Att som experter biträda kommittén förordnades den 6 april 1987 advokaten Claes Beyer, kanslirådet Lars Johan Cederlund, ekonomichefen Berndt Holgersson, advokaten John Edward Johnson, bankokommissarien Lars Erik Klangby, juris kandidaten Lars Milberg, numera verkställande direktören Lars Nyberg och numera kanslirådet Per Pettersson. Genom beslut den 30 juni 1987 förordnades som expert utredningschefen Ragnar Boman. Den 10 augusti 1987 entledigades bankokommissarien Lars Erik Klangby och i hans ställe förordnades genom beslut samma dag som expert avdelningsdirektören Robert Sparve. Den 22 december 1987 förordnades som expert fondkommissionären Sven Hagströmer efter framlidne John Edward Johnson. Den 19 april 1988 förordnades hovrättsassessorn Bernt Magnusson att som expert biträda kommittén. Vidare förordnades den 16 maj 1988 bankdirektören Bertil G. Bylund och den 3 oktober 1988 förordnades direktören Dag Sehlin att biträda kommittén som experter.

Genom beslut den 15 juni 1987 förordnades hovrättsfiskalen Ulf Köping-Höggård att vara sekreterare i kommittén.

Kommittén har antagit namnet värdepappersmarknadskommittén.

Kommittén får härmed avlämna sitt betänkande Värdepappersmarknaden i framtiden. I arbetet med betänkandet har samtliga ledamöter och experter deltagit. Av experterna har Ragnar Boman och Bernt Magnusson på heltid deltagit i utformningen av betänkandet.

En gemensam reservation har avgivits av ledamöterna Kjell A. Mattsson, Per Westerberg och Olle Wästberg.

Särskilda yttranden har lämnats av Lars Bredin och Lars-Olof Thörn. Kommittén har inte medgett experterna att avge särskilda yttranden; flertalet av dem representerar organisationer som kan förväntas avge remissyttranden över betänkandet.

Kommitténs utredningsarbete är härmed avslutat.

Stockholm den 4 oktober 1989

Staffan Vängby

Birgitta Johansson *Arne Kjörnsberg* *Kjell A. Mattsson*

Lennart Pettersson *Per Westerberg* *Olle Wästberg*

/Ragnar Boman

Ulf Köping-Höggård

Bernt Magnusson

Detta betänkande består av två böcker.

Dessa är:

Del 1 Sammanfattningar, författningsförslag jämte kap. 1–9

Del 2 Kap. 10–16, reservation och särskilda yttranden jämte bilagor

Innehåll

Sammanfattning 15

Summary 37

Résumé 53

Författningsförslag 73
1. Förslag till lag om börs- och clearingverksamhet 73
2. Förslag till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument 92
3. Förslag till lag om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda 96
4. Förslag till fondkommissionslag 99
5. Förslag till lag om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden 115
6. Förslag till lag om insynshandel på värdepappersmarknaden 118
7. Förslag till lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse 127
8. Förslag till lag om ändring i taxeringslagen (1956:623) 128
9. Förslag till lag om ändring i brottsbalken 130
10. Förslag till lag om ändring i aktiefondslagen (1974:931) ... 131
11. Förslag till lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385) . 133
12. Förslag till lag om ändring i lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggningar m.m. 141
13. Förslag till lag om ändring i lagen (1976:600) om offentlig anställning 142
14. Förslag till lag om ändring i lagen (1979:750) om rätt att förfoga över annan tillhöriga fondpapper 143
15. Förslag till lag om ändring i sekretesslagen (1980:100) 144
16. Förslag till lag om ändring i hemförsäljningslagen (1981:1361) 148
17. Förslag till lag om ändring i lagen (1982:336) om avdrag för utdelning på icke börsnoterade aktier 149
18. Förslag till lag om ändring i lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. 151
19. Förslag till lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713) 152
20. Förslag till lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729) .. 155

21. Förslag till lag om ändring i lagen (1983:890) om allemansparande ... 157
22. Förslag till lag om ändring i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden ... 159
23. Förslag till lag om ändring i lagen (1985:277) om vissa bulvanförhållanden ... 161
24. Förslag till lag om ändring i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. ... 162
25. Förslag till lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617) .. 165
26. Förslag till lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618) 175
27. Förslag till lag om ändring i sparbankslagen (1987:619) ... 181
28. Förslag till lag om ändring i föreningsbankslagen (1987:620) 182
29. Förslag till lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar ... 183
30. Förslag till lag om ändring i konkurslagen (1987:672) 184
31. Förslag till lag om ändring i lagen (1987:813) om homosexuella sambor ... 186
32. Förslag till lag om ändring i aktiekontolagen (1989:000) ... 188

1 *Inledning* ... 191
1.1 Våra direktiv ... 191
1.2 Vårt arbete ... 192

2 *Utvecklingen på värdepappersmarknaden i Sverige* ... 195
2.1 Inledning ... 195
2.2 Marknadsplatser och övrig inhemsk värdepappershandel .. 195
2.3 Förmedlare och liknande institut ... 200
2.4 Värdepapper och andra finansiella instrument ... 203
2.5 Debatt och utveckling på regleringsområdet ... 204
2.6 Övrig reglering av betydelse ... 204
2.7 Internationaliseringens former och konsekvenser ... 205
2.7.1 Emissioner ... 205
2.7.1.1 Svenska emissioner i utlandet ... 205
2.7.1.2 Utländska emissioner i Sverige, ... 206
2.7.2 Börsregistrering och motsvarande ... 206
2.7.2.1 Svenska noteringar i utlandet ... 206
2.7.2.2 Utländska noteringar i Sverige ... 207
2.7.3 Aktiehandel över gränserna ... 207
2.7.4 Internationellt tillsynssamarbete ... 208

3 *Internationella förhållanden* ... 209
3.1 Inledning ... 209
3.2 Förhållandena inom olika länder och regioner ... 210
3.2.1 Danmark ... 210
3.2.1.1 Aktiehandel ... 210
3.2.1.2 Övrig värdepappershandel ... 212

3.2.1.3 Regelverk och tillsyn 212
3.2.1.4 Övrigt 214
3.2.2 Finland 214
3.2.2.1 Aktiehandel 214
3.2.2.2 Övrig värdepappershandel 216
3.2.2.3 Regelverk och tillsyn 216
3.2.2.4 Övrigt 218
3.2.3 Norge 218
3.2.3.1 Aktiehandel 218
3.2.3.2 Övrig värdepappershandel 220
3.2.3.3 Regelverk och tillsyn 220
3.2.3.4 Övrigt 221
3.2.4 Frankrike 222
3.2.4.1 Aktiehandel 222
3.2.4.2 Övrig värdepappershandel 222
3.2.4.3 Regelverk och tillsyn 223
3.2.4.4 Övrigt 224
3.2.5 Storbritannien 224
3.2.5.1 Aktiehandel 224
3.2.5.2 Övrig värdepappershandel 226
3.2.5.3 Regelverk och tillsyn 227
3.2.5.4 Övrigt 231
3.2.6 Övriga EG-länder 231
3.2.6.1 Aktiehandel 231
3.2.6.2 Övrig värdepappershandel 232
3.2.6.3 Regelverk och tillsyn 233
3.2.6.4 Övrigt 234
3.2.7 Schweiz 235
3.2.7.1 Aktiehandel 235
3.2.7.2 Övrig värdepappershandel 235
3.2.7.3 Regelverk och tillsyn 236
3.2.7.4 Övrigt 236
3.2.8 USA 237
3.2.8.1 Aktiehandel 237
3.2.8.2 Övrig värdepappershandel 238
3.2.8.3 Regelverk och tillsyn 239
3.2.8.4 Övrigt 240
3.2.9 Vissa andra utomeuropeiska länder 240
3.2.9.1 Aktiehandel 241
3.2.9.2 Övrig värdepappershandel 241
3.2.9.3 Regelverk och tillsyn 241
3.2.10 Internationella datoriserade system 242
3.2.10.1 System för informationsspridning och handel 242
3.2.10.2 System för leveranser av värdepapper .. 244

3.3 Vissa internationella organisationer ... 245
3.3.1 EG ... 245
3.3.2 Övriga internationella organisationer ... 245
3.3.2.1 OECD ... 245
3.3.2.2 Europarådet ... 246
3.3.2.3 Nordiska rådet ... 246
3.3.2.4 FIBV (Internationella börsfederationen) 246
3.3.2.5 IOSCO (Tillsynsmyndigheternas samarbetsorganisation) ... 246

4 *Utvecklingstendenser på värdepappersmarknaderna* ... 249
4.1 Inledning ... 249
4.2 Allmänna tendenser ... 250
4.2.1 Teknisk utveckling ... 250
4.2.2 Internationalisering ... 252
4.2.2.1 Allmän bakgrund ... 252
4.2.2.2 Internationaliserade hemmamarknader . 252
4.2.2.3 Gränsöverskridande verksamhet ... 252
4.2.2.4 Övernationella marknader ... 254
4.2.2.5 Övrigt ... 256
4.2.3 Nya värdepapper och finansiella instrument ... 256
4.2.4 Förmedlare och liknande institut ... 257
4.2.5 Avreglering ... 258
4.2.6 Ökad aktivitetsnivå ... 258
4.2.7 Debatt och utveckling på regleringsområdet ... 259
4.3 Sammanfattande och jämförande översikt av internationella förhållanden ... 261
4.3.1 System för aktiehandel ... 261
4.3.2 Aktiebörsernas karaktär ... 262
4.3.3 Övrig värdepappershandel ... 262
4.3.4 Regelverk och tillsyn ... 263
4.3.5 Allmänt ... 264
4.4 Händelserna under och efter oktober 1987 ... 265
4.4.1 Händelseförloppet ... 265
4.4.2 Internationell debatt ... 266
4.5 Utblick mot framtiden ... 267

5 *Våra allmänna överväganden* ... 269
5.1 Värdepappersmarknadernas betydelse och uppgifter ... 269
5.2 Krav på värdepappersmarknaderna ... 270
5.3 Vårt arbetsområde ... 272
5.4 Utvecklingstendenser på värdepappersmarknaderna ... 273
5.5 Bedömning av händelserna i oktober 1987 ... 275
5.6 Regelverkets allmänna utformning ... 276
5.7 Rollfördelningen mellan olika organ ... 277
5.8 Marknadsplatsernas roll i värdepappershandeln ... 279

5.9 Mellanhänderna ... 285
5.10 Emittenterna ... 286
5.11 God sed och etik ... 287
5.12 Internationellt tillsynssamarbete ... 290

6 *Börs- och cleringorganisationen* ... 291
6.1 Inledning ... 291
6.2 Börsorganisationen ... 291
6.2.1 Börsmonopolet ... 291
6.2.2 Utvecklingen ... 293
6.2.3 Vad konstituerar en börs? ... 294
6.2.4 Grundläggande krav på börsverksamhet ... 299
6.2.4.1 Allmänna utgångspunkter ... 299
6.2.4.2 Neutralitet ... 300
6.2.4.3 Fritt tillträde ... 308
6.2.4.4 Korrekt, samtidig och snabb information om handeln ... 308
6.2.4.5 Skyddsintresset ... 308
6.2.4.6 Låga avgifter ... 310
6.2.4.7 Övriga förutsättningar ... 311
6.2.5 Marknadsutvecklingen ... 311
6.2.6 Slutsatser ... 312
6.3 Clearingorganisationen ... 316
6.3.1 Inledning ... 316
6.3.2 Innebörden av clearingverksamhet – vad konstituerar en clearingorganisation? ... 316
6.3.3 Bakgrund ... 319
6.3.4 Överväganden ... 320
6.3.4.1 Allmänna utgångspunkter ... 320
6.3.4.2 Marknadsplatsens och clearingorganisationens organisatoriska samband ... 321
6.3.4.3 En eller flera clearingorganisationer? ... 324
6.4 Tillstånd ... 327
6.4.1 Lämplighetsprövning ... 327
6.4.2 Behovsprövning ... 328
6.4.3 Skadeprövning ... 328
6.4.4 Tillståndsorgan ... 329
6.5 Några ytterligare krav på den som driver börs- eller clearingverksamhet ... 329
6.5.1 Associationsform ... 329
6.5.2 Begränsningar av ägandet eller inflytandet? ... 330
6.5.3 Kapitalkrav ... 332
6.5.3.1 Kapitalkrav på en börs ... 332
6.5.3.2 Kapitalkrav på en clearingorganisation ... 333
6.6 Börsens och clearingorganisationens ledning ... 338
6.6.1 Offentliga styrelserepresentanter ... 338

6.6.2 Godkännande av styrelsens ordförande 339
6.6.3 Styrelsen för Stockholms fondbörs 340
6.7 Börs- och clearingavgifter 344
6.7.1 Behov av statlig reglering 344
6.7.2 Reglernas utformning 344
6.7.3 Avgifter vid andra börser än Stockholms fondbörs och vid clearingorganisationer 345
6.7.4 Finansieringen av Stockholms fondbörs 347
6.7.4.1 Utvecklingen under 1980-talet 347
6.7.4.2 Nackdelar med nuvarande finansieringsform 347
6.7.4.3 Överväganden beträffande framtida finansieringsformer 348
6.8 Anslutningskrav och anslutningsformer 349
6.8.1 Förutsättningar för anslutning till en börs 349
6.8.1.1 Allmänna utgångspunkter 349
6.8.1.2 Auktoriserade aktörers rätt till börsanslutning 349
6.8.1.3 Ej auktoriserade aktörers rätt till börsanslutning 350
6.8.2 Obligatorisk börsanslutning 353
6.8.3 Anslutning till en clearingorganisation 353
6.9 Förutsättningar för inregistrering 354
6.10 Börstvång 354
6.11 Börsstopp och återupptagande av handel 356
6.11.1 Börsstopp 356
6.11.2 Återupptagande av handel efter börsstopp 360
6.12 Börsstängning 364
6.13 Tystnadsplikt 365
6.14 Förbud mot handel i vissa fall 366
6.15 Tillsyn 369

7 *Inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs* 371
7.1 Inledning 371
7.2 Inregistrering och listor vid Stockholms fondbörs 372
7.2.1 A:I- och A:II-listorna 372
7.2.2 Övriga fondpapper 376
7.2.3 OTC-listan 377
7.2.4 O-listan 377
7.2.5 Övriga listor 378
7.3 OTC-handeln 378
7.3.1 Utvärdering av OTC-marknaden 378
7.3.2 OTC-marknadens utveckling 378
7.3.3 Slutsatser 381

7.4 Inregistreringsförfarandet ... 382
7.4.1 Generella krav ... 382
7.4.2 Inregistrering vid Stockholms fondbörs ... 384
7.4.2.1 Målsättning ... 384
7.4.2.2 Förutsättningar för inregistrering ... 384
7.4.2.3 Inregistrering av andra aktierelaterade instrument ... 394
7.4.3 Inregistrering vid andra börser ... 395
7.5 Övergångsförhållanden ... 396
7.6 Konsekvenser av förslaget såvitt avser aktier noterade på OTC- och O-listorna ... 397

8 *Handelsregler för fondpapper och andra finansiella instrument* ... 399
8.1 Direktiven ... 399
8.2 Den legala ramen ... 399
8.3 Tillståndsprövning för nya finansiella instrument? ... 400
8.3.1 Grundläggande krav ... 400
8.3.2 Behov av ytterligare regler ... 401
8.3.3 Hur skall prövningen av nya finansiella produkter gå till? ... 402
8.4 Särskilda överväganden vad avser handelsregler för standardiserade optioner och terminer ... 406
8.4.1 Sammanfattning av optionsutredningens uppdrag och förslag till handelsregler ... 406
8.4.2 Sammanfattning av den lag om handel med standardiserade optioner och terminer som gäller i Finland ... 410
8.4.3 Sammanfattning av förslag till regelverk för optioner som utarbetats i Norge ... 410
8.4.4 Sammanfattande beskrivning av förhållandena i Danmark ... 411
8.4.5 Allmänna överväganden ... 411
8.4.6 Säkerheter ... 412
8.4.6.1 Inledning ... 412
8.4.6.2 Kortfattad beskrivning av säkerhetssystemens uppbyggnad ... 412
8.4.6.3 Säkerhetsreglernas utformning ... 414
8.4.6.4 Säkerhetsreglernas tillämpning ... 416
8.4.6.5 Hur skall miniminivån för säkerheter fastställas? ... 418
8.4.6.6 Tilläggssäkerheter ... 419
8.4.6.7 Fråga om undantag från bestämmelserna om säkerhet ... 419
8.4.6.8 Sanktioner mot den som inte uppfyller säkerhetskraven ... 425

8.4.7 Leveranskapacitet ... 427
8.4.8 Positionsbegränsningar och krav på underliggande instrument ... 431
8.4.9 Lösenbegränsningar ... 438
8.4.10 Tillsyn m.m. ... 439
8.4.11 Råvaru- och valutaderivat ... 439

9 *Grundläggande regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier* ... 441
9.1 Behovet av en reglering ... 441
9.2 Nuvarande ordning ... 443
9.2.1 Aktiebolagslagen ... 443
9.2.2 Leo-lagen ... 446
9.2.3 Regler för Stockholms fondbörs ... 447
9.2.4 Regler för OTC-listan och O-listan ... 449
9.2.5 Näringslivets börskommittés rekommendationer ... 451
9.2.6 Marknadsföringslagen ... 453
9.3 Utländska förhållanden ... 454
9.3.1 Danmark ... 454
9.3.2 Finland ... 455
9.3.3 Norge ... 456
9.3.4 Frankrike ... 457
9.3.5 Storbritannien ... 458
9.4 Överväganden ... 459
9.4.1 Inledning ... 459
9.4.2 Tillämpningsområdet ... 460
9.4.3 Emissionsprospekt ... 465
9.4.4 Delårsrapporter ... 469
9.4.5 Leo-lagen ... 470
9.5 Övrig information ... 471
9.5.1 Inledning ... 471
9.5.2 Revisionsberättelse ... 472
9.5.3 Bokslutskommuniké ... 473
9.5.4 Allmän informationsregel ... 474
9.6 Tillsyn ... 474

Sammanfattning

I sammanfattningen redovisas kortfattat de viktigaste av våra överväganden och förslag. Tonvikten ligger på de förändrade regler som föreslås.

Bakgrund

I *kap. 2 – 4* ges en utförlig beskrivning av utvecklingen och de aktuella förhållandena på värdepappersmarknaderna i Sverige och en rad andra länder av intresse.

Kap. 2 behandlar utvecklingen under senare år på den svenska värdepappersmarknaden. Denna har under 1980-talet vuxit i snabb takt. Handeln med aktier på Stockholms fondbörs har ökat mycket kraftigt i omfattning samtidigt som en icke obetydlig handel med aktier har vuxit upp utanför fondbörsen. Genom avvecklingen av valutaregleringen och etableringen av gränsöverskridande verksamheter har den svenska värdepappersmarknaden internationaliserats i hög grad. Denna process kan förväntas fortsätta.

Antalet fondkommissionärer på den svenska marknaden har ökat betydligt. Samtidigt har en rad olika mer specialiserade företag tillkommit. Dessa ägnar sig åt interbankmäkleri (s k brokers), marknadsgarantverksamhet, förmedling av lån av värdepapper, placeringsrådgivning, värdepappersförvaltning, medverkan vid emissioner m m.

På marknaden har traditionellt förekommit flera olika typer av värdepapper som aktier, obligationer och konvertibla skuldebrev. Under senare år har handeln breddats genom införandet av optioner och terminskontrakt (terminer) som avser rättigheter att förvärva eller sälja olika s k underliggande värden som aktier, obligationer, aktieindex, utländska valutor m m. Med ett sammanfattande begrepp benämns detta derivathandel.

I *kap. 3* lämnas en redogörelse för de aktuella förhållandena på värdepappersmarknaderna i en rad länder av intresse för oss, nämligen de nordiska länderna, Frankrike, Storbritannien, vissa andra EG-länder och Schweiz samt utanför Europa Australien, Canada, Japan och USA. I länderöversikterna behandlas aktiehandel, övrig värdepappershandel, dvs. främst options- och terminshandel, regelverk och tillsyn samt vissa övriga frågor, främst system för leveranser och registrering av värdepappersinnehav.

Värdepappershandelns organisation, utformningen av regelverk och tillsyn m m skiljer sig åt mellan olika länder och regioner. Många länder har dock det gemensamt att ny lagstiftning har införts under de senaste åren. Delvis har detta framtvingats som en anpassning till förändrade förhållanden på marknaderna. En annan orsak har varit en strävan att genom ändrad

lagstiftning påskynda en modernisering av värdepappershandeln. Slutligen har också uppgivna missförhållanden och allmän debatt starkt bidragit till regeländringar på många områden.

En sammanfattning av vissa andra karakteristiska drag i den internationella utvecklingen återges nedan under kap.4.

Vi uppmärksammar i kap. 3 också internationella datoriserade system utanför de reguljära marknadsplatserna med inriktning på informationsspridning och handel resp. leveranser av värdepapper. Flera privatägda internationella företagsgrupper bedriver sådan verksamhet.

Slutligen ges i kapitlet en beskrivning av arbetet på värdepappersområdet inom vissa internationella organisationer som Nordiska rådet, EG, Europarådet och OECD samt den internationella börsfederationen FIBV och tillsynsmyndigheternas samarbetsorganisation IOSCO.

Regleringen på värdepappersområdet inom EG som är av stor betydelse för vårt arbete beskrivs översiktligt i avsnitt 3.3. För en fördjupad diskussion av EG:s direktiv och direktivförslag hänvisas till de kapitel där vi redogör för våra förslag på olika områden samt till bilaga 3.

Redan år 1977 antog EG-kommissionen en rekommendation med vissa allmänna principer för värdepappershandeln för att därigenom skapa en effektiv och rättvis konkurrens mellan de olika nationella värdepappersmarknaderna. Denna rekommendation har följts av ett antal direktiv och direktivförslag. Det första börsdirektivet från år 1979 innehåller minimiregler med avseende på villkoren för börsregistrering av värdepapper. I det andra börsdirektivet från år 1980 anges vilken prospektinformation som minst skall lämnas då en emittent säker börsregistrering av värdepapper. Detta direktiv kompletterades år 1987 med bestämmelser om ömsesidigt erkännande av prospekt inom EG. Det tredje börsdirektivet från år 1982 upptar bestämmelser om löpande information från börsbolag.

Under år 1988 antogs ett direktiv med minimikrav i fråga om information till allmänheten vid förvärv eller avyttring av större aktieposter i aktiemarknadsbolag. Slutligen har EG-kommissionen under år 1988 lagt fram fyra direktivförslag som ännu inte har behandlats i ministerrådet och som är av betydelse för vårt arbete. Ett tidigare förslag från år 1980 angående prospektkrav för icke börsregistrerade värdepapper som avses bli föremål för allmän handel har reviderats. Vidare har presenterats förslag till insiderregler, föreskrifter om fondkommissionsverksamhet och andra investeringstjänster och om vissa frågor i samband med offentliga uppköpserbjudanden, främst obligatorisk s k erbjudandeplikt vid större ägarskiften.

Inom den ekonomiska samarbetsorganisationen OECD som omfattar såväl EG-länderna som EFTA-staterna samt Australien, Canada, Japan och USA diskuteras utvidgad liberalisering av finansiella tjänster. Europarådet antog i januari 1989 ett förslag till europeisk konvention om insiderhandel. Även inom ramen för det nordiska samarbetet i Nordiska rådet diskuteras frågor av betydelse för vårt arbete. De nordiska länderna överväger att införa etableringsfrihet för finansiella verksamheter från andra OECD-länder. Önskemål finns att fondbörserna i de nordiska länderna förs närma-

re varandra varvid en sammankoppling av de olika informationssystemen anses vara ett betydelsefullt första steg. På längre sikt anses också handel över de nordiska ländernas gränser kunna bli möjlig. En förutsättning anses då vara att länderna accepterar att börsmäklarföretag får utföra tjänster utan geografiska hinder.

Beskrivningar av internationella förhållanden på vissa områden lämnas senare i betänkandet i de sammanhang där resp. frågor diskuteras. Det gäller insiderhandel, utformningen och tillämpningen av börsetiska regler och vissa speciella frågor i samband därmed, till exempel insyn i börsbolagens ägarförhållanden och eventuell lagfäst erbjudandeplikt i olika länder. Beträffande options- och terminshandel i olika länder hänvisas också till optionsutredningens betänkande Handel med optioner och terminer (SOU 1988:13).

I *kap. 4* ges en sammanfattande överblick över vissa viktiga allmänna drag på värdepappersmarknaderna i omvärlden och en orientering om utvecklingstendenser av betydelse för framtiden.

Den tekniska utvecklingen är utan tvivel den enskilda faktor som har störst betydelse för utvecklingen på värdepappersmarknaderna. Inom alla områden har snabba förändringar kunnat förverkligas med hjälp av databehandling och datakommunikation. Åtskilliga förändringar på värdepappersmarknaderna, främst internationaliseringen och utvecklingen av vissa nya finansiella instrument som optioner, hade i själva verket inte kunnat genomföras utan tillgång till modern datateknik.

På åtskilliga marknadsplatser sker värdepappershandeln numera helt eller delvis i datoriserade system. Under innevarande år används eller introduceras sådana handelssystem på aktiebörserna i de nordiska länderna, på flertalet håll i Europa och på de flesta börser av betydelse i andra världsdelar. Information om köp- och säljkurser samt avslut kan därmed spridas ögonblickligen till mottagare runt världen. Order kan – åtminstone på sikt – läggas in från kunder eller förmedlare i ett annat land. Detta medför i sin tur att finansiella tjänster av olika slag som tidigare har förutsatt fysisk närvaro i ökande omfattning kan presteras från andra länder.

I de länder som av tradition har haft börshandeln spridd på flera marknadsplatser kan påtagliga koncentrationstendenser iakttas i form av gemensamma system för informationsspridning eller annat samarbete. I vissa länder har genomförts eller planeras ett regelrätt samgående mellan konkurrerande marknadsplatser. Parallellt med denna modernisering av de traditionella aktiebörserna har helt nya handelsplatser vuxit fram i form av optionsbörser och därtill knutna clearingorganisationer. Numera förekommer organiserad options- och terminshandel på de flesta nationella värdepappersmarknader av betydelse.

Genom de tekniska framstegen har möjligheter också öppnats för börsverksamhet i regi av privatägda företag. Datoriserade system för förmedling av information och sammanförande av köp- och säljanbud har vuxit upp utanför marknadsplatserna. Handeln kan här ske i organiserad form eller bilateralt mellan enskilda mäklarfirmor.

Utvecklingen av nya finansiella instrument som optioner och terminskontrakt skulle inte ha kunnat genomföras utan datoriseringen. Till skillnad från värdepapper av konventionellt slag som aktier och obligationer skapas optioner och terminskontrakt i marknadsplatsens och clearingorganisationens datorer först sedan en transaktion genomförts och kan inte existera utanför dessa.

Under senare år har värdepappersmarknaderna i olika länder knutits samman i snabbt ökande utsträckning och i former som delvis har varit okända tidigare. En bidragande orsak är att legala hinder som valutaregleringar i hög grad har avvecklats. Man kan förenklat tala om flera olika typer av skeenden – även om några tydliga gränser inte kan dras upp: internationaliserade hemmamarknader, gränsöverskridande verksamhet, där anknytningen till ett visst land är mindre utpräglad eller till och med mycket svår att avgöra, och övernationella marknader inom ramen för främst olika datoriserade informationsföretag.

Takten i etablerandet av utlandsägda förmedlarföretag har tidvis varit hög. Även tillhandahållandet av mäklartjänster i ett annat land utan egen etablering där förekommer i ökande utsträckning. Som exempel kan nämnas att diskussioner enligt uppgift pågår inom Londonbörsen om att medge medlemskap för mäklarföretag utan fysisk närvaro i London.

Framväxten av internationell värdepappershandel har konsekvenser för utveckling, tillämpning och övervakning av regelverken. De praktiska problemen i detta sammanhang får en ny dimension. Två huvudtendenser kan skönjas i de mellanstatliga relationerna på detta område. Ett samarbete mellan olika tillsynsmyndigheter har börjat byggas upp, dock huvudsakligen bilateralt snarare än multilateralt. I vissa avseenden genomförs å andra sidan lättnader i regleringen av vissa större internationellt verksamma emittenter.

Särskild uppmärksamhet har internationellt ägnats åt den kraftiga och samtidiga börsnedgången i oktober 1987. Händelseförloppet har gett upphov till ett betydande antal utredningar i olika länder och till en mycket omfattande debatt. Stora ansträngningar har ägnats försök att förklara kursfallet. Ingen internationell enighet har dock uppnåtts om den betydelse som kan tillmätas olika enskilda faktorer som förekomsten av derivatmarknader, s k arbitragehandel mellan aktier och derivatinstrument, datoriserad handel, internationaliseringen osv.

Debatten om oktober 1987 har pekat på behovet av nya inslag i regelverken. Numera framstår också regleringen av bl a förmedlarnas ekonomiska stabilitet samt rutinerna för leveranser av och likvider för värdepapper som angelägna för att skydda systemet som helhet mot alltför stora påfrestningar.

Våra principiella överväganden

I *kap. 5* redogör vi för de principiella överväganden som har föranlett våra förslag. Vi konstaterar till att börja med att värdepappersmarknaderna är en viktig del av infrastrukturen i en utvecklad ekonomi. Dessa marknader har två huvuduppgifter, att omfördela sparande och att erbjuda placerarna möjligheter att begränsa eller omfördela risk. Ingen av de tre delmarknader som bildar värdepappersmarknaden – primärmarknaden, andrahandsmarknaden samt options- och terminsmarknaden – kan fungera effektivt utan tillgång till de övriga.

För att marknaderna skall kunna fullgöra sina uppgifter på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt måste en reglering uppfylla vissa övergripande mål. Det tidigare målet att marknaderna skall åtnjuta allmänhetens förtroende kvarstår med snarast ökad tyngd. Till detta bör läggas att verksamheten på marknaderna skall bedrivas effektivt och säkert samt att börsverksamhet skall kunna drivas varaktigt och uthålligt i Sverige, oavsett marknadsutvecklingen.

Dessa mycket allmänt formulerade mål kan enligt vår mening konkretiseras i en rad delmål, bl.a. följande. Handeln bör präglas av hög likviditet. Det skall med andra ord vara möjligt att omsätta stora volymer värdepapper med minsta möjliga kurspåverkan. Därmed minimeras bland annat risken för manipulationer. Vidare bör handeln kännetecknas av neutralitet gentemot berörda aktörer i form av likvärdig tillgång för därtill berättigade till marknadsplatsens faciliteter och likvärdig behandling i övrigt så att även konkurrensen på marknaden kan upprätthållas.

Generellt kan och bör samhället utnyttja två slag av medel för att säkerställa att de uppställda målen uppfylls. Verksamheten skall bygga på regler om rättigheter och skyldigheter för de medverkande, dvs marknadsplatser, emittenter, mellanhänder och investerare. Effektiv tillsyn och kontroll skall ske så att uppställda regler efterlevs, sanktioner vidtas mot dem som bryter mot bestämmelserna och reglerna utvecklas i takt med ändrade förhållanden och krav.

En annan viktig utgångspunkt har varit de övergripande önskemålen om ett allmänt öppnande av vår ekonomi mot omvärlden och en så nära anpassning som möjligt till de regler som är under utarbetande inom EG. I det sammanhanget har ett viktigt mål för vårt arbete varit att bevara och om möjligt förstärka den svenska värdepappersmarknadens internationella konkurrenskraft.

Regelverket på den svenska värdepappersmarknaden har under mycket lång tid kännetecknats av en fördelning mellan lagstiftning, regler utfärdade av marknadsplatserna och självreglering av privata organisationer verksamma på marknaden. Vi har ingående diskuterat hur denna avvägning bör utformas i framtiden och har i vår slutliga bedömning stannat för att den nuvarande arbetsfördelningen i huvudsak är ändamålsenlig. Värdepappersmarknadernas ökade volym och komplexitet gör det dock nödvändigt att förstärka såväl tillsynsmyndigheten som marknadsplatserna. Vi pekar också

på behovet av en utvidgad självreglering av privata organisationer verksamma på marknaden och av aktiva insatser från bankinspektionen i utvecklingen av god sed på marknaderna. Även det internationella samarbetet på olika plan bör fördjupas.

I vissa frågor kan det finnas ett behov av organiserade kontakter mellan marknadsplatserna, fondhandeln, andra intressegrupperingar på marknaden och bankinspektionen. Det är enligt vår mening lämpligt att dessa parter i samråd allvarligt överväger hur sådana kontakter skulle kunna organiseras. Inte minst vid plötsliga krislägen på marknaden kan ett sådant forum visa sig vara värdefullt.

När det gäller händelserna i oktober 1987 har vi inte funnit skäl att göra någon egen undersökning om händelseförloppet i detalj i Sverige under den aktuella tiden. Vår allmänna bedömning är att de extrema förhållanden som rådde i vissa andra länder inte hade motsvarigheter här. Vissa av de mer allmängiltiga slutsatser som har dragits internationellt förtjänar dock att beaktas för framtiden. Till dessa hör främst de finansiella risker som kan drabba vitala delar av marknaden under extraordinära omständigheter. Bland annat har vi vid utformningen av föreskrifter för verksamheten vid de clearingorganisationer som är anknutna till handeln med optioner och terminer beaktat behovet av tillräckliga säkerhetsmarginaler.

Allmänheten deltar på ett indirekt sätt i värdepappershandeln genom att anlita yrkesmässiga mellanhänder som fondkommissionärer och liknande företag. Liksom i andra typer av uppdragsverksamhet skall uppdragsgivarens intresse alltid komma i första hand och utföras med största möjliga omsorg. Detta har inte uteslutit att man i Sverige – liksom i flertalet jämförbara länder – också har tillåtit fondkommissionärerna att inom vissa ramar göra affärer för egen räkning. Vi ser inte skäl att ändra tidigare bedömningar att fondkommissionärerna skall ha rätt att göra affärer i egen portfölj – efter att först på bästa sätt ha utfört kundernas uppdrag.

I andra länder har slopandet av regleringar och den internationella konkurrensen pressat ned mellanhandsföretagens provisionsintäkter. En motsvarande ökning har skett av omsättningen i förmedlarnas handelslager varvid en växande andel av deras intäkter har kommit att skapas av skillnaden (s k spread) mellan köp- och säljkurser i denna handel. Syftet har varit att på samma gång dels minska kundernas transaktionskostnader, dels skapa god likviditet i marknaden genom att det i marknaden alltid finns en grupp köpare och säljare av ett visst värdepapper.

Vi har funnit att en utvidgad s k market maker-handel kan medföra betydande fördelar även för den svenska värdepappersmarknaden, inte minst för att kunna möta konkurrensen från utländska marknadsplatser. För att möjliggöra en sådan utveckling är det nödvändigt att höja den tillåtna storleken för handelslagren. Samtidigt bör marknadens funktionssätt kunna förbättras ytterligare om s k blankning tillåts. Vi har inte funnit att blankning är mer spekulativ än andra former av handel och att den, korrekt utförd, kan ha en positiv effekt genom att förhindra överdrivna kursuppgångar. Genom den förbättrade genomlysning av aktiehandeln som

SAX-systemet medför och genom vissa kompletterande regler bör dessa förändringar kunna genomföras utan risker för oacceptabla intressekonflikter eller andra negativa konsekvenser.

Väsentliga delar av de allmänna krav som måste ställas på en värdepappersmarknad tar sikte på emittenterna av värdepapper, främst aktier. Kraven på emittenterna regleras av fondbörsens inregistreringskontrakt. Detta kontrakt har nyligen omarbetats och fyller enligt vår uppfattning väl de nämnda kraven. Bland emittenterna har värdefulla initiativ tagits till självreglering. Vi har därför inte funnit anledning att föreslå några genomgripande förändringar i dessa avseenden. Vi har dock ägnat uppmärksamhet åt frågor om tilldelning av aktier i samband med marknadsintroduktioner och förutsätter att en vidareutveckling sker genom självreglering på grundval av det krav på god sed på området som föreslås lagfäst.

Däremot är förhållandena sådana på andra, oreglerade delar av aktiemarknaden att åtgärder behöver vidtas. Vi syftar på det snabbt växande antalet företag – för närvarande ett hundratal – vilkas aktier är spridda bland allmänheten men inte föremål för notering på någon till fondbörsen knuten lista. Dessa företag omfattas inte av inregistreringskontraktet eller motsvarande bestämmelser. De allmänna regler som uppställs i aktiebolagslagen är enligt vår mening otillräckliga för att garantera att allmänheten får tillräcklig information om dessa företag.

Regler för börs- och clearingverksamhet

I *kap. 6* beskriver vi våra närmare förslag när det gäller börs- och clearingverksamhet. Vi anser det vara av mycket stor vikt att handeln sker i organiserade, av samhället kontrollerade former och under stor öppenhet. Av vikt är då att regleringens tillämpningsområde preciseras på ett adekvat sätt genom att en tidsenlig beskrivning skapas av vad som är börsverksamhet. Den definition som återfinns i gällande svensk börslagstiftning tar inte hänsyn till de nya former för värdepappershandel som har vuxit fram under 1980-talet.

Vi föreslår följande nya definition. Med börsverksamhet förstås att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurser beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat sätt sammanförs för information om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel.

Värdepappershandelns organisatoriska former har också stor betydelse i andra avseenden. I första hand den svenska handeln med aktier har under senare år utsatts för en stark konkurrens från marknadsplatser i vissa andra länder. Likviditeten på marknaden och möjligheterna till snabb och samlad information om marknadsläget är en viktig konkurrensfaktor. För att i så hög grad som möjligt fylla kraven på dessa områden bör man enligt vår mening förhindra att aktiehandeln splittras på olika delmarknader, oavsett om dessa är organiserade i börsform eller inte. Internationellt tycks också utvecklingen spontant gå i riktning mot ökad koncentration av marknads-

platserna på grund av stordriftsfördelarna i verksamheten.

En annan faktor av betydelse är framväxten av organiserad börshandel i derivatinstrument som optioner och terminer. Denna handel har inte samma stora omfattning och samhällsekonomiska betydelse som handeln med aktier och räntebärande värdepapper. Konkurrensen från utlandet synes inte heller vara lika stark. Enligt vår uppfattning finns därför inte samma behov av kraftsamling till en marknadsplats inom options- och terminshandeln.

Vår samlade bedömning är att tillräckliga skäl saknas för ett legalt monopol i handeln med optioner och terminer. Av bland annat lagtekniska orsaker är det olämpligt att i detta avseende särbehandla handeln i olika slag av värdepapper. Det legala börsmonopolet bör därför inte bibehållas. En förutsättning för att börsverksamhet skall tillåtas föreslås vara koncession för verksamheten. Koncession skall kunna meddelas, om regeringen finner att den tilltänkta börsverksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna.

Beträffande börshandel i aktier anser vi att konkurrensen gentemot utlandet förutsätter en koncentration av handeln till en marknadsplats här i landet. Det kan inte förutses att någon ytterligare marknadsplats för aktier skulle kunna vara till nytta. Stockholms fondbörs kommer därmed även i fortsättningen att inta en dominerande position inom aktiehandeln. Först om fondbörsen skulle misslyckas att bedriva en fungerande handel, bör tillstånd meddelas en annan organisation att påbörja börshandel i aktier.

Av skäl som redovisas i kapitlet anser vi att det inte är lämpligt att tillstyrka de då och då i den allmänna debatten framförda önskemålen om regionala och lokala börser. Den mycket begränsade handel som förekommer på vissa platser i landet kan dock enligt vår mening inte karakteriseras som börsverksamhet och den bör därför kunna få fortsätta. I definitionen av börsverksamhet i vårt förslag till ny lag om börs- och clearingverksamhet ingår ett uttryckligt undantag från definitionen av börsverksamhet för verksamhet som endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten.

En följd av våra förslag är också att Stockholms fondbörs – till skillnad från vad som nu gäller – får rätt att starta clearingverksamhet i egen regi eller i samarbete med annan organisation och att fondbörsen får bedriva handel med optioner och terminer.

Förhållandena inom handeln med obligationer och andra räntebärande värdepapper är f.n. under stark förändring och därför svårbedömda. Trots monopol för Stockholms fondbörs har denna handel sedan flera decennier i praktiken helt skett utanför börsen. Med hänsyn till detta är det inte självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fondbörsen. Vi kan med andra ord se en möjlighet att även en annan huvudman skulle kunna få koncession för denna handel.

Vårt förslag till reviderad definition av börsverksamhet utesluter att spridning i efterhand av till exempel enbart avslutsnoteringar från börserna kan

betraktas som börsverksamhet. För friheten att förmedla upplysningar är det av vikt att sådana media inte omfattas av koncessionsplikt eller andra restriktioner från samhällets sida.

Vi har ingående övervägt frågan om lämplig huvudmannaform för en börs. Inom derivathandeln i Sverige har det under senare år – vid sidan om lagstiftningen men med tillsynsmyndighetens provisoriska godkännande – etablerats privatägda marknadsplatser med eget vinstsyfte. Dessa företagsbildningar avviker från det i svenska och internationella börssammanhang normala förhållandet med en marknadsplats uppbyggd kring medlemmar och utan självständigt vinstintresse.

Principiellt anser vi att det är olämpligt att börsverksamhet drivs med vinstsyfte. Det kan bland annat inte uteslutas att otillbörliga hänsyn av olika slag tas i en sådan organisation. Dessa risker bör dock kunna minskas i tillräckligt hög grad genom regler på olika områden. Vi anser därför att fortsatt verksamhet hos privatägda företag i denna handel kan godtas under förutsättning att de av oss föreslagna reglerna införs.

Börs- eller clearingverksamhet – vid sidan om Stockholms fondbörs – skall enligt våra förslag bedrivas i aktiebolagsform eller som ekonomisk förening. För att främja ett spritt ägande bör ingen enskild ägare få inneha mer än 20 procent av aktiekapitalet eller det sammanlagda röstetalet i företaget. Företaget bör vidare ha ett eget kapital av viss storlek. Det allmänna bör också få rätt att utse ett visst antal styrelseledamöter och att godkänna styrelsens ordförande. Verksamheten skall stå under tillsyn av bankinspektionen.

En av flera grundläggande förutsättningar för en effektiv börsverksamhet är att avgifterna hålls på en rimlig nivå. Vad gäller privatägda börser har vi funnit att bankinspektionen bör få rätt att i efterhand granska att avgifterna är skäliga. Avgiftssystemet vid Stockholms fondbörs bör reformeras så att avgifterna innehåller en fast del och en del som är beroende av marknadsutvecklingen. Förutom av börsmedlemmar och emittenter bör avgifter få tas ut av andra som begagnar sig av fondbörsens tjänster.

Den blockorderhandel som förekommer vid OM, där buden lämnas per telefon och endast OM:s personal är närvarande på marknadsplatsen, kan föranleda betänkligheter från principiella utgångspunkter. Å andra sidan tyder inget på att OM:s personal inte följer de regler som har ställts upp. Regelverket har accepterats av marknaden och ett särskilt kontrollsystem har införts. Skulle förhållandena i olika avseenden förändras, bör dock koncessionen för OM omprövas.

Inom handeln med optioner och terminer påtar sig en clearingfunktion ansvaret för att samtliga kontrakt uppfylls. Clearingen kontrollerar också bland annat att kraven på säkerheter från deltagarna i handeln är uppfyllda. En typisk optionsbörs – så också OM – omfattar alltså en marknadsplats och en clearing. Det kan dock även förekomma konstruktioner med en från marknadsplatsen fristående clearingorganisation.

I likhet med vad som gäller för börsverksamhet bör även clearingverksamhet få äga rum endast efter statlig auktorisation och under statlig kon-

troll och eljest under förutsättningar som närmare beskrivs i kapitlet och i vårt förslag till lagbestämmelser om börs- och clearingverksamhet. Bland annat föreslår vi att det allmänna skall utse ett visst antal styrelseledamöter och godkänna valet av styrelsens ordförande.

Beträffande styrelsen för Stockholms fondbörs förordar vi en minskning av antalet ledamöter från elva till nio och antalet suppleanter från elva till tre.

Vi föreslår att en helt ny lag införs om börs- och clearingverksamhet, delvis efter mönster av den nuvarande lagen om Stockholms fondbörs. Vårt förslag innehåller ett stort antal bestämmelser på olika områden som närmare utvecklas i kapitlet samt i lagförslag och specialmotivering.

Beträffande vissa av förslagen i detta kapitel är vi inte eniga. Tre av oss i kommittén (Kjell A Mattsson, Per Westerberg och Olle Wästberg) reserverar sig mot övervägandena beträffande börsmonopolet, föreskrifter om avgifternas höjd och statligt inflytande i styrelserna för börserna.

Reservanterna anser att majoritetens förslag i praktiken innebär att börsmonopolet för aktier bibehålls. Monopol är inte ett bra medel att åstadkomma god likviditet, god service, förmåga att utveckla nya produkter och låga kostnader. Reservanternas grundläggande uppfattning är att det är marknaden som skall styra behovet av marknadsplatser. Om det blir en överetablering av börser skulle detta snabbt leda till att de minst effektiva slogs ut. Vilka börser som bäst tillgodoser kundernas behov är rimligen kunderna bättre på att avgöra än regeringen.

Marknaden verkar i sig för en koncentration i värdepappershandeln. Det är endast när en börs inte fungerar bra som det kommer att vara möjligt att starta nya börser. Stockholms fondbörs behöver knappast det skydd som ett monopol ger. Behovsprincipen bör därför ersättas av ett skaderekvisit vilket också ligger väl i linje med t.ex. kraven för tillstånd för fondkommissionsrörelse resp. försäkringsrörelse.

Reservanterna delar inte heller majoritetens uppfattning om regionala och lokala börser. Tvärtom kan det vara ett väsentligt inslag i en regions ekonomiska utveckling att aktier i företag inom regionen kan handlas på en regional börs.

Reservanterna anser inte att särskilda föreskrifter behövs vad gäller avgifternas höjd. Nivån på transaktionskostnaderna kommer att bestämmas av konkurrenssituationen.

Reservanterna menar att ett dominerande statligt inflytande i styrelsen för Stockholms fondbörs kan ha klart negativa effekter och föreslår att regeringen inte längre skall utse styrelseledamöter. Bl.a. bör börsmedlemmarna få ett något utvidgat inflytande. För andra börser och för clearingorganisationer behövs inga särskilda bestämmelser om styrelsesammansättningen. Lagstiftning, tillsyn och konkurrens är den bästa garantin för en god verksamhet.

Aktiehandeln vid Stockholms fondbörs

Kap. 7 behandlar våra överväganden och förslag i lagen om börs- och clearingverksamhet, när det gäller inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs.

En omfattande handel sker i dag utanför Stockholms fondbörs med aktier i företag som enligt nuvarande bestämmelser inte kan börsregistreras. En mellanform utgörs av aktierna på OTC-marknaden och på den s k O-listan. Stor osäkerhet torde råda hos allmänheten i fråga om vad som gäller för olika slag av reguljärt handlade aktier. Även för åtskilliga aktier som idag inte är formellt börsregistrerade anser vi det vara angeläget att fondbörsen blir den centrala marknadsplatsen. I förhållande till nuvarande praxis föreslår vi därför att de formella kraven för börsregistrering sänks och att börsstyrelsen ges en friare prövningsrätt i de enskilda fallen.

För närvarande är den aktiehandel som på något sätt har anknytning till Stockholms fondbörs uppdelad i tre olika former, de officiella börslistorna (AI och AII), OTC och den s k O-listan. Ett fullständigt praktiskt genomförande av vårt principiella synsätt att alla dessa – och även vissa andra – aktier bör vara börsregistrerade försvåras dock av nuvarande skatteregler. Vid beskattning av realisationsvinst, förmögenhet, arv och gåva gäller för närvarande olika regler för aktier noterade på fondbörsen, OTC och O-listan. Bolagens val av notering på olika listor styrs därför i hög grad av skatteöverväganden.

Enligt vår uppfattning är det mindre ändamålsenligt att val av noteringsform styrs av skatteregler. Speciellt olämpligt är det om konsekvensen av inregistrering på en officiell lista blir såväl högre beskattning för aktieägarna som striktare krav av olika slag på det aktuella bolaget. Därmed skapas starka negativa incitament för berörda parter till notering på börsen vilket går stick i stäv med vår allmänna strävan. En utgångspunkt för beskattningen bör vara att den skall vara neutral mellan olika noteringsformer. Härvid bör beaktas att skattesystemet inte får försvåra mindre och medelstora företags möjligheter att anskaffa riskkapital via aktiemarknaden.

Till dess att skattefrågorna har kunnat lösas bör övergångsbestämmelser gälla med innebörd att handeln med aktier på OTC- och O-listorna får fortgå på i princip samma sätt som sker nu men under börsstyrelsens ansvar. Handel med andra aktier bör inte få ske i fondbörsens lokaler eller i börsens SAX-system.

Vid börsstyrelsens beslut om inregistrering av nya bolags aktier bör presenteras ett underlag för emissionskursens fastställande och anges efter vilka principer fördelningen av aktier på marknaden skall ske. Detta underlag skall enligt vårt förslag godkännas av börsstyrelsen som också skall kontrollera att dessa principer överensstämmer med god sed på aktiemarknaden. Även prospekt i andra fall skall godkännas av börsstyrelsen.

Kraven på löpande information m m från de börsnoterade bolagen regleras i fondbörsens inregistreringskontrakt som upprättas efter förhandlingar mellan börsen och berörda bolag. Bankinspektionen bör få möjlighet att

påverka innehållet i kontraktet, så att det överensstämmer med till exempel EG-reglerna, genom att påkalla samråd med fondbörsen och bolagen om kontraktet. I undantagsfall där en förändring är särskilt angelägen bör inspektionen ges rätt att ensidigt fastställa innehållet i en ny informationsskyldighet.

Klandertalan mot beslut som har fattats av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall enligt vårt förslag kunna föras vid Stockholms tingsrätt.

Handeln med optioner och terminer, blankning m.m.

I *kap. 8* redogörs för vårt förslag till lagreglering av handeln med optioner och terminer samt blankning av fondpapper.

I nuvarande lagstiftning saknas bestämmelser som är direkt tillämpliga på optioner, terminer och liknande s k finansiella instrument (med den terminologi vi har valt). Vi anser till att börja med att den grundläggande bestämmelse som finns i den nuvarande 2 § värdepappersmarknadslagen bör utvidgas även till finansiella instrument, dvs att handel och förvaltning skall bedrivas så att allmänhetens förtroende upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Bestämmelsen bör vidare överföras till en av oss utformad ny lag, benämnd lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument.

Även i övrigt bör konsumentskyddet i handeln stärkas. Handel med standardiserade optioner eller terminer skall enligt vårt lagförslag alltid vara föremål för clearing hos en clearingorganisation. Den som utfärdar en option eller köper eller säljer en termin skall ställa betryggande säkerhet för sitt åtagande.

För ej standardiserade optioner och terminer anser vi det inte vara möjligt att kräva att handeln skall clearas hos en clearingorganisation.

Standardiserade optioner eller terminer avseende aktie får bli föremål för handel endast om aktien är inregistrerad vid svensk eller utländsk börs. Utgörs det underliggande fondpapperet av räntebärande instrument, måste omfattningen av handeln i och storleken på lånet vara tillfredsställande. Handel med indexoptioner eller -terminer får förekomma bara om indexet beräknas på grundval av sådana fondpapper som har angivits ovan.

Hittills har i Sverige företaget OM efter inrådan av bankinspektionen ställt krav på att den som utfärdar en köpoption eller förvärvar en säljoption avseende aktier eller säljer aktier på termin i princip måste inneha de underliggande aktierna vid avtalets ingående, s k leveranskapacitet. Vi anser inte tillräckliga skäl föreligga att i lag ge föreskrifter om leveranskapacitet.

I den nuvarande fondkommissionslagen uppställs ett förbud mot medverkan från fondkommissionärs sida i blankningsaffärer för egen eller annans räkning. Med blankning avses försäljning av fondpapper som någon mottagit som lån med skyldighet att förvärva och återställa ett sådant fondpapper vid en framtida tidpunkt. Vi föreslår att blankningsförbudet

upphävs av de skäl som har sammanfattats ovan under kap. 5 och som närmare utvecklas i betänkandets kap. 8 och 10. Blankning bör dock inte få ske i alltför "tunna" fondpapper. Det är också viktigt att den som lånar ut fondpapperet får tillräckliga garantier för att fondpapperet återlämnas.

Efterlevnaden av lagen skall övervakas av bankinspektionen. Liksom på andra områden anser vi att inspektionens tillsyn i första hand bör inriktas på efterhandskontroll. Det krävs således enligt vårt förslag inte ett förhandsgodkännande för en introduktion av ett nytt finansiellt instrument på marknaden. Skulle det visa sig att handeln med ett nytt instrument står i strid med den grundläggande normen bör inspektionen ingripa för att stoppa denna handel.

Beslut av bankinspektionen enligt denna lag bör kunna överklagas till kammarrätten. Övriga bestämmelser i vårt förslag till ny lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument framgår av redogörelsen i kapitlet samt lagförslag och specialmotivering.

Regler för ej börsregistrerade företag med spritt ägande

Övervägandena i *kap. 9* utgår från att det även efter genomförandet av våra förslag enligt kap. 7 kommer att förekomma allmän handel med aktier och konvertibler i ett relativt stort antal företag som inte är börsregistrerade. Enligt vad vi har konstaterat torde antalet sådana företag f.n. uppgå till ett hundratal. Informationen om även dessa företag måste vara utförlig och vederhäftig. Vi föreslår därför vissa utvidgade regler för företag vilkas aktier o dyl är spridda på minst 200 ägare men vilka inte är börsregistrerade. Det är dock inte någon förutsättning att en regelbunden handel i dessa aktier faktiskt förekommer.

De nämnda aktiebolagen bör åläggas att vid erbjudanden till allmänheten ge ut särskilda emissionsprospekt med i kapitlet närmare angivet innehåll. Prospekten bör förhandsgranskas av bankinspektionen. Detta förslag ansluter till den inom EG föreslagna ordningen.

Bolag med spritt ägande bör vidare avge delårsrapport, även om detta inte skulle erfordras enligt nuvarande bestämmelser i aktiebolagslagen. Den s k Leolagen som reglerar vissa typer av riktade emissioner och de av oss i kap. 12 föreslagna reglerna om insynshandel ("insiderhandel") bör också omfatta dessa bolag.

Vissa av de krav som uppställs i den förbindelse som har undertecknats av företagen på den s.k. O-listan bör enligt vår mening lagfästas för den aktuella kategorin av företag, eftersom det där inte finns någon ram för självreglering. Vi syftar på kraven på bokslutskommuniké, särskild information om viktiga beslut och händelser och offentliggörande av anmärkningar i revisionsberättelse.

Bankinspektionen bör utfärda riktlinjer för tillämpningen av bestämmelserna och utöva tillsyn över bolagen så att reglerna efterlevs. Inspektionen bör få möjlighet att förelägga bolagen vid vite att följa föreskrifterna. I egenskap av tillsynsmyndighet bör bankinspektionen också få rätt att införa

stopp i handeln med ett bolags aktier, om till exempel missförhållanden har kunnat konstateras avseende informationen i ett prospekt eller en årsredovisning.

Bestämmelserna föreslås lagtekniskt i form av dels ändringar i aktiebolagslagen m fl gällande lagar, dels en ny lag om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda.

Fondkommissionärerna

I *kap. 10* behandlas förhållandena bland fondkommissionärer och andra mellanhänder på värdepappersmarknaden.

Vi har konstaterat att en rad nya typer av finansiella tjänster numera erbjuds på marknaderna. Interbankbrokers agerar som ombud för banker och fondkommissionsbolag och utför affärer för annans räkning men ej i eget namn. En likartad funktion fullgörs av företag som gentemot allmänheten agerar som ombud för vissa fondkommissionärer. Ett företag bedriver sedan några år tillbaka förmedling av aktielån. Market maker-verksamhet förekommer inom handeln med aktier, optioner och terminer resp. penning- och obligationsmarknadsinstrument. Vidare förekommer yrkesmässigt specialiserad emissionsmedverkan, rådgivning, förvaltning och förvaring avseende fondpapper och andra finansiella instrument.

Dessa verksamheter omfattas inte av gällande lagstiftning. Inom EG har utarbetats ett direktivförslag enligt vilket ett enhetligt auktorisationsförfarande bör införas för dem som på värdepappersmarknaden yrkesmässigt utför finansiella tjänster av vissa slag. Enligt vår uppfattning bör alla aktörer som bedriver sådan yrkesmässig verksamhet som kan påverka allmänhetens intressen inom handeln med fondpapper och andra finansiella instrument få utöva denna först efter särskilt tillstånd och stå under statlig tillsyn. I vårt förslag till ny fondkommissionslag finns detaljerade bestämmelser om detta.

Fr o m år 1983 finns ett förbud mot utländskt ägande i svenska fondkommissionsbolag. Vi ansluter oss till kreditmarknadskommitténs förslag att detta förbud upphävs, eftersom vi anser att det inte finns anledning att se principiellt annorlunda på utländska än på svenska företags etableringar på den svenska marknaden. Utlänningars förvärv av svenska fondkommissionsbolag bör alltså falla under den allmänna förvärvskontroll som stadgas i företagsförvärvslagen och tillstånd lämnas om förvärvet inte strider mot något väsentligt allmänt intresse och om företaget fyller uppställda lämplighetskrav.

I den sk sambandsparagrafen (25 §) i fondkommissionslagen föreskrivs att vissa bestämmelser om fondkommissionsbolags verksamhet också skall gälla för vissa bolag som har ett nära samband med fondkommissionsbolaget. Vi föreslår att sambandsparagrafen upphävs och att bankinspektionen i stället får rätt att begära upplysningar från sambandsbolaget om sådan verksamhet som anknyter till fondkommissionsbolagets rörelse. Reglerna om självinträde i kommissionslagen bör vidare äga tillämpning i de fall då kundens motpart är en person eller ett företag som är närstående det

förmedlande bolaget.

Ett led i vår strävan att bevara och om möjligt förstärka den svenska värdepappersmarknadens internationella konkurrenskraft är att skapa vidgade möjligheter för s k market maker-handel. Detta bör kunna ske genom vissa förändringar i lagstiftningen. Vi föreslår en kraftig höjning av det absoluta taket för handelslagrets storlek, förenat med en rad begränsningar för att förhindra missbruk. Som har framgått av sammanfattningen av kap. 8 föreslår vi också att det nuvarande förbudet mot blankning upphävs.

Vi framför i detta sammanhang ytterligare några förslag som bland annat syftar till att föra in en så stor del av aktiehandeln som möjligt på fondbörsen. Det bör således bli möjligt att ansluta även en ny typ av marknadsaktör till fondbörsen, nämligen s k marknadsgaranter. Utländska deltagare bör också kunna tas in som börsmedlemmar, oavsett om de har egen etablering här i landet eller ej.

Övriga bestämmelser i vårt förslag till ny fondkommissionslag framgår av redogörelsen i kapitlet samt lagförslag och specialmotivering.

Sanktioner och sanktionsbeslut

Kap. 11 avhandlar sanktioner vid överträdelser av reglerna på värdepappersmarknaden. Efter en genomgång av för- och nackdelar med olika sanktionsformer föreslår vi införandet av en ny möjlighet, tillfällig avstängning av medlem från börs eller clearingorganisation. En sådan sanktion kan i vissa fall vara smidigare än återkallelse av medlemskap.

Önskemålen om en enhetlig och effektiv tillämpning av marknadsplatsernas sanktionsmöjligheter har föranlett oss att föreslå att fondbörsstyrelsens sanktionsbeslut överförs till ett nytt organ, kallat disciplinnämnd, som bör fatta motsvarande beslut även med avseende på andra marknadsplatser. Därmed kan börsstyrelsernas arbete renodlas till organisation och övervakning av handeln samt regelutveckling. Disciplinnämndens fem ledamöter bör utses av regeringen. Sanktionsärenden förs av marknadsplatserna till nämnden.

Vi har vidare diskuterat huruvida aktieägarnas möjligheter att föra skadeståndstalan mot ett aktiebolags funktionärer behöver förbättras. En hindrande faktor torde vara aktieägarens kostnader för målet och risken att han får svara även för motpartens rättegångskostnader. Från principiella synpunkter är det tveksamt att särbehandla aktieägare i rättegångskostnadshänseende. I stället föreslår vi att medel skall ställas till förfogande när den enskilde saknar egen förmåga att bekosta processen, övriga möjligheter saknas och frågan är av allmänt intresse. I vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet finns därför en bestämmelse att regeringen kan meddela föreskrifter om att börser och clearingorganisationer skall avsätta medel för att kunna lämna bidrag till rättegångskostnader i mål om ersättning för skador som enskild person har lidit på värdepappersmarknaden. Vi utgår från att, om en sådan föreskrift införs, marknaden kommer att inrätta en särskild styrelse för beslut om fördelning om sådana medel utan att ytterligare lagstiftning måste ske.

Insiderhandel

Kap. 12 behandlar insiderhandel. Internationellt har arbetet på lagstiftning om insiderhandel intensifierats. Inom EG har ett förslag till direktiv framlagts angående förbud mot insiderhandel. Ett antagande av direktivet är planerat till 1989. Europarådet har i januari 1989 antagit en konvention om insiderhandel. Inom en rad enskilda länder har lagstiftning införts eller förändrats under senare år.

I Sverige kompletteras lagstiftningen om insiderhandel i många fall av självreglering i form av etiska regler. Vi har kartlagt omfattningen av dessa genom en enkät till marknaden och iakttagit att sådana regler är relativt vanligt förekommande.

I vår allmänna bedömning har vi konstaterat att tillämpningsområdet för den gällande lagstiftningen är för snävt. Detta gäller såväl den personkrets som förbudet riktar sig mot som de typer av instrument och de former av information som berörs.

Vid avgränsningen av personkretsen bör bland annat beaktas innehållet i EG:s direktivförslag. Enligt vår mening bör insiderkretsen omfatta alla personer som i sin anställning, befattning eller uppdrag har fått information om en icke offentliggjord kurspåverkande omständighet. Också den person som har fått sådan information av någon med insiderställning och som inte är i god tro bör omfattas av regleringen. Fysiska personer som har större innehav av aktier i berörda företag bör liksom nu ingå i insiderkretsen.

Samtliga fondpapper och finansiella instrument vilka är allmänt spridda bör inkluderas i en utvidgad reglering. Denna bör också gälla alla slag av information om icke offentliggjorda omständigheter som kan påverka kurssättningen på fondpapper och andra finansiella instrument, till exempel om ränteförändringar, valutakursändringar eller orderläget på marknaden, och inte som nu begränsas till kännedom om förhållandena i ett visst aktiemarknadsbolag.

Lagtekniskt har vårt förslag till nya lagregler fått en generell utformning med kompletterande detaljföreskrifter på vissa områden. En generell regel kan bilda underlag för etikskapande verksamhet inom näringsliv, organisationer och myndigheter. En sådan effekt är väl så viktig som den direkt preventiva effekten via straffsanktioner.

Erfarenheterna visar såväl i Sverige som utomlands att det har varit svårt för tillsynsmyndigheter och åklagare att uppfylla de beviskrav som gäller för att brott skall kunna styrkas. Vi har därför funnit skäl att efter förebild från USA begränsa korttidsaffärer av personer med särskilda möjligheter att få tillgång till information om förhållanden i företag till vilka de är knutna till exempel som styrelseledamot, verkställande direktör eller revisor. För transaktioner som dessa kategorier gör i det egna bolagets aktier inom loppet av sex månader skall enligt vårt förslag eventuell vinst inbetalas till bolaget. Det är inte en förutsättning för tillämpning av regeln att handeln faktiskt har skett med stöd av information om en icke offentliggjord omständighet.

Skyldigheten att anmäla innehav och förändringar i innehav föreslås gälla personer med särskild insynsställning enligt värdepappersmarknadslagens nuvarande lydelse men utvidgad till även bolag vilkas aktier är allmänt spridda men inte börsnoterade (enligt förslaget i kap. 9). Den nuvarande manuella anmälningsrutinen skall kunna ersättas genom automatisk överföring av uppgifter från VPC till bankinspektionen.

Vi föreslår också ett tillägg till lagen om offentlig anställning med innebörd att arbetstagare får åläggas att anmäla innehav av fondpapper och andra finansiella instrument till sin arbetsgivare. Behovet av en sådan anmälningsskyldighet avser i första hand anställda inom departement och vissa statliga myndigheter. Uppgifterna skall dock kunna sekretessbeläggas.

Slutligen har vi i detta sammanhang utrett ett förslag som ursprungligen framlades av Stockholms fondbörs s k Fermentautredning. Vissa förfaranden finns straffsanktionerade som svindleri enligt brottsbalken, främst spridande av vilseledande uppgifter om aktiebolag. Däremot finns det inga straffrättsliga regler som tar sikte på förfaranden av kurspåverkande karaktär som är inriktade på själva handeln, dvs. försök att manipulera efterfrågan eller utbudet av aktier på marknaden. Vi föreslår därför en ny lagbestämmelse i brottsbalken om otillbörlig kurspåverkan. Straffregeln bör omfatta all handel med fondpapper eller andra finansiella instrument.

Börsetikens former och innehåll

Kap. 13 innehåller en genomgång och våra överväganden när det gäller börsetikens former och innehåll. Uttrycket börsetik som används i den allmänna debatten är oprecist och saknar vedertagen och exakt definition. Vi har valt att ge begreppet en relativt vid innebörd, nämligen det skrivna och oskrivna normsystem som – vid sidan om lagstiftningen – påverkar eller bör påverka beteendet hos de olika parterna på värdepappersmarknaden, dvs. investerare, emittenter av värdepapper, mäklare och andra förmedlare av värdepapper, rådgivare mfl.

Efter en genomgång av den börsetiska debatten i Sverige under 1980-talet presenteras en allmän översikt över förhållandena i några länder av särskilt intresse samt inom EG. Vi redogör vidare för den etikskapande verksamheten inom bankinspektionen, Stockholms fondbörs och olika privata svenska organisationer som representerar parter på marknaden.

Vi lämnar vissa allmänna riktlinjer för det framtida arbetet i dessa frågor. Sammanfattningsvis ser vi självreglering av privata organisationer som en viktig och nödvändig komponent i utvecklingen av ett effektivt och förtroendeskapande regelverk på värdepappersmarknaden. Självreglering och lagstiftning fyller olika behov och skall därför utvecklas hand i hand och inte ses som antingen – eller.

När det gäller bankinspektionen fäster vi stort avseende vid dess roll som övervakande organ också när det gäller etiken på marknaden. Enligt vår mening är det viktigt att bankinspektionen aktivt medverkar till att en självreglering kommer till stånd när det behövs. Om så inte sker, bör

inspektionen påverka utvecklingen genom att ge ut rekommendationer i form av allmänt råd i sin författningssamling eller vid behov hos regeringen hemställa om lagstiftning. I syfte att följa och värdera den självreglerande verksamheten på marknaden kan det vara värdefullt för bankinspektionen att till sig knyta särskild kompetens, till exempel i form av ett kontaktorgan med företrädare för olika parter på marknaden för att diskutera olika aktuella börsetiska frågor.

Den arbetsfördelning som har utvecklats mellan bankinspektionen och börsstyrelsen är enligt vår mening ändamålsenlig och bör bibehållas. Börsstyrelsens övervakande och etikskapande verksamhet bör alltså i huvudsak inriktas på förhållandena i de emitterande börsbolagen medan bankinspektionen bör koncentrera sig på fondkommissionärerna samt i framtiden – som en följd av våra förslag på olika områden – övriga mellanhänder samt icke börsnoterade bolag vilkas aktier har fått en allmän spridning. Bankinspektionen har dessutom tillsyn över börserna och kan på så sätt ytterst påverka även deras etikskapande verksamhet.

Vad gäller börsetikens sakliga innehåll begränsas framställningen i kapitlet till några huvudfrågor. I direktiven åläggs det oss att förutsättningslöst överväga huruvida regler bör införas i Sverige om s k erbjudandeplikt. Med detta avses att den som förvärvar mer än en viss andel av aktierna (röstetalet) i ett marknadsnoterat bolag skall vara skyldig att erbjuda samtliga aktieägare i detta bolag att till honom försälja sina aktier till samma pris. Vid en samlad bedömning har vi funnit att övervägande skäl talar emot införandet av en lagstadgad erbjudandeplikt i Sverige. Utvecklingen inom EG bör dock följas uppmärksamt, eftersom mycket talar för att ett direktiv med detta innehåll kommer att antas.

När det gäller insynen i ägarförhållandena bland börsnoterade bolag m fl behandlar vi bl.a. vissa frågor om de aktieböcker som förs av Värdepapperscentralen VPC AB.

Det kan enligt vår mening vara befogat att höja offentlighetsgränsen för rutinmässiga utskrifter av aktieboken till en promille av aktiekapitalet eller röstetalet. Samtidigt öppnas genom det nya VP-systemet möjligheter att framställa sådana sammanställningar oftare än vad som för närvarande gäller. Vi föreslår att sådana utskrifter över de största aktieägarna tas fram varje månad.

Den av oss föreslagna promillegränsen bör dock inte omöjliggöra insyn även i mindre innehav. Vi har stannat för att föreslå att allmänheten bör tillhandahållas uppgifter var sjätte månad om innehav med ett marknadsvärde om mer än fyra basbelopp, dvs drygt 100.000 kr. Den nu gällande gränsen om 500 aktier framstår som mindre ändamålsenlig.

Vissa mindre – i förhållande till våra övriga uppgifter – sakfrågor överlämnas till den översyn av aktiebolagslagen som planeras inom justitiedepartementet. Det gäller bland annat huruvida fristående optionsrätter skall kunna emitteras.

Gränsöverskridande värdepappershandel

I *kap. 14* ges en samlad behandling av problemställningar samt våra överväganden och förslag när det gäller olika frågor som aktualiseras av den framväxande gränsöverskridande värdepappershandeln.

Vi konstaterar att finansiella tjänster av olika slag numera i stigande omfattning presteras mellan olika länder. Detta kan ske med eller utan egen etablering i mottagarlandet. För svensk del tillkommer de allmänna önskemålen att i större utsträckning än tidigare medge utländska aktörer av olika slag tillträde till den svenska värdepappersmarknaden.

Utvecklingen öppnar nya perspektiv för nationell reglering och tillsyn. Därvid måste en ledstjärna vara samma grundläggande krav på sunda förhållanden på marknaden som för inhemska aktörer. Vår strävan har vidare varit att så långt som möjligt infoga reglering av och tillsyn över de gränsöverskridande verksamheterna i befintliga nationella arrangemang.

På olika håll förekommer eller planeras organiserad överföring på elektronisk väg av information om kursnoteringar mellan fondbörser, senast mellan Oslo börs och Stockholms fondbörs. Det måste enligt vår mening anses ingå i börsstyrelsens ansvar för den löpande börsverksamheten att välja lämpliga former för distribution av kursinformation såväl inom som utom landet.

En principiellt viktig frågeställning gäller utländska datoriserade handelssystem som vänder sig direkt till fondkommissionärer och andra mellanhänder i Sverige utan samarbete med svensk marknadsplats. Det bör införas en möjlighet för bankinspektionen att förbjuda svenska fondkommissionärer och andra mellanhänder att ansluta sig till ett utländskt system som anses ha en olämplig utformning. En sådan möjlighet finns i vårt förslag till fondkommissionslag. Fondkommissionärers och marknadsgaranters rätt från svenska utgångspunkter att ansluta sig till utländska börser eller clearingorganisationer regleras i vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet.

Genom införandet av elektroniska handelssystem möjliggörs deltagande i börshandeln via terminaler från etableringar i andra länder. Önskemål kan i framtiden komma om sådant börsmedlemskap även vid Stockholms fondbörs, dvs anslutning till SAX-systemet. För den svenska värdepappersmarknaden finns det anledning att se positivt på arrangemang som ökar möjligheterna att samla handel till svenska marknadsplatser. En förutsättning är givetvis att kravet på en sund handel kan upprätthållas. Behandlingen av ansökningar från utländska företag bör ske i två steg. Företagets allmänna lämplighet är en fråga som det tillkommer bankinspektionen att bedöma. Därefter är det börsstyrelsens sak att avgöra om företaget är lämpligt som börsmedlem. Därvid bör gälla att medlemskap får beviljas om företaget i fråga i sitt hemland äger rätt att ansluta sig till en börs eller en clearingorganisation. Om det utländska företaget bryter mot svensk lag eller föreskrift eller på annat sätt visar sig olämpligt som börsmedlem, skall disciplinnämnden – efter ansökan av börsstyrelsen – givetvis kunna besluta att med-

lemskapet skall upphöra, på exakt samma sätt som för svenska börsmedlemmar. En bestämmelse med denna innebörd har intagits i vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet.

Man har anledning att anta att motsvarande tillvägagångssätt kan bli tillämpligt för svensk fondkommissionärs medlemskap vid utländsk börs utan etablering i detta land. En sådan ansökan kommer med andra ord att prövas av börsstyrelse och eventuellt tillsynsmyndighet i det aktuella värdlandet. Vi kan inte se behov av någon prövning från den svenska bankinspektionens sida.

Svenska värdepapper kan komma att utgöra underlag för derivathandel i utlandet. Lagstiftning och myndigheter i Sverige kan sannolikt inte förhindra eller påverka sådan handel. Inte heller berörda emittenter i Sverige torde ha formella möjligheter att påverka upptagande av sådan handel. Däremot kan man förvänta sig att tillsynsmyndigheten i det land där handeln skall ske kan ha synpunkter på vilka svenska värden som lämpar sig för handel och hur handeln organiseras.

Utländska värdepapper kan komma att utgöra underlag för organiserad derivathandel i Sverige. Därvid kan bankinspektionen vaka över att de handlade optionerna och terminskontrakten är lämpligt utformade.

Planer har tidigare funnits på ett långtgående samarbete mellan en svensk och en utländsk optionsbörs (den svenska marknadsplatsen SOFE och optionsbörsen European Options Exchange EOE i Amsterdam) innefattande ett betydande utländskt minoritetsägande i det svenska företaget. Det finns därför skäl att något beröra huruvida och på vilka villkor utländskt ägande kan tillåtas i svenska aktiebolag som har erhållit koncession för börsverksamhet. Liksom beträffande svenska fondkommissionsbolag (kap. 10) har vår slutsats blivit att frågor om utländskt ägande i svenska aktiebolag som har erhållit koncession för börsverksamhet bör falla under den allmänna förvärvskontroll som stadgas i företagsförvärvslagen och tillstånd lämnas om förvärvet inte strider mot något väsentligt allmänt intresse och om ägarkonstellationen framstår som lämplig.

I kap. 10 konstaterar vi att det inte finns anledning att se principiellt annorlunda på utländska än på svenska företags etableringar på den svenska marknaden. Beträffande det omvända förhållandet, nämligen svenska bankers och fondkommissionsbolags etableringar utomlands, anser vi att kravet på tillstånd från svensk sida åtminstone tills vidare bör bibehållas. Skälet är att tillsyn på grundval av hemlandsauktorisation först då kan bli effektiv. En uttrycklig bestämmelse med denna innebörd har intagits i vårt förslag till fondkommissionslag. Principen om hemlandskontroll utesluter dock inte att den svenska bankinspektionen bör ha ett visst överinseende över utländska företags verksamhet i Sverige resp. tillsynsmyndigheten i ett främmande land över ett svenskt dotterbolag i detta land. Skulle en svensk firmas fondkommissionstillstånd i Sverige återkallas, måste även verksamheten i det främmande landet upphöra.

En delvis annan frågeställning gäller mäklartjänster etc som utbjuds utan egen etablering i det land där kunden eller marknadsplatsen finns, dvs

tjänster som tillhandahålls genom telefon och/eller dataförbindelser. Enligt vår bedömning bör principen om hemlandsauktorisation och hemlandskontroll kunna tillämpas även i dessa fall. Eftersom frågan om tillstånd av svenska myndigheter inte är aktuell, bör en anmälningsplikt införas. Bankinspektionen bör därvid ta ställning till om hemlandet för den som yrkesmässigt erbjuder mäklartjänster etc på den svenska marknaden har godtagbara regler för auktorisation och tillsyn och om hemlandsauktorisationen därmed kan godtas i Sverige. Om godtagbar hemlandsauktorisation saknas, bör yrkesmässig mäklarverksamhet riktad till den svenska marknaden vara förbjuden, oavsett var etableringen finns. I så fall bör svenska auktoriserade handlare inte heller få medverka. Förbudet kan kompletteras genom att tillsynsmyndigheten för ett offentligt register över utländska förmedlarföretag som anses bryta mot förbudet och vägrar följa inspektionens föreläggande att upphöra med verksamheten.

Genom avvecklingen av valutaregleringen kommer med all säkerhet omfattningen av utländska emissioner i Sverige att öka. I allmänhet torde sådana erbjudanden även i framtiden komma att ske genom fondkommissionär med sikte på börsnotering. Man kan dock inte utesluta att även andra utländska företag kan vara intresserade av att placera aktier på den svenska marknaden. Utbjudande av aktier i utländska företag till en vidare krets i Sverige bör enligt vår uppfattning i princip medföra samma krav på prospekt och löpande information därefter som för motsvarande svenska företag. De bestämmelser som vi har föreslagit i kap. 9 bör därför tillämpas även på utländska företag. Den svenska tillsynsmyndigheten bör informera den svenska marknaden om vilka utländska företag som avviker från svenska informationsregler.

Utvecklingen på värdepappersmarknaderna sker för närvarande mycket snabbt. Inom reglerings- och tillsynsområdena pågår ett omfattande arbete i många olika sammanhang, såväl nationellt som internationellt. Enligt vår mening krävs därför aktiva och kontinuerliga ansträngningar från alla berörda svenska organs sida att följa och påverka utvecklingen.

Bankinspektionens uppgifter och resurser.

I *kap. 15* behandlas bankinspektionens uppgifter och resurser. En summering görs av inspektionens nuvarande och – enligt våra förslag – tillkommande tillsynsuppgifter. Vi konstaterar att dessa kommer att utvidgas avsevärt samtidigt som karaktären av tillsynen kommer att ändras på områden som redan nu omfattas av inspektionens verksamhet Bankinspektionen bör därför tillföras kraftigt utökade resurser. En översyn av inspektionens organisation kan också bli nödvändig.

Specialmotivering

Betänkandets avslutande kapitel, *kap. 16*, upptar specialmotivering till våra lagförslag.

Summary

The Securities Market Committee was set up by the Swedish Government on behalf of Parliament in the spring of 1987. Besides the chairman, Mr. Staffan Vängby, Justice of the Supreme Court, the Committee was made up of six current or former members of Parliament from four political parties. Thirteen representatives of competent organizations also took part in the work of the Committee, as did four full-time employees in the secretariat. The Committee completed its tasks in October 1989 and has published the findings in a report that was made public in the end of November.

The tasks of the Committee amounted to a complete reappraisal of Swedish legislation on securities markets. More specifically, the terms of reference covered such matters as stock exchange activities, markets for forward contracts (futures) and options , stockbroking and other mediation of securities, insider transactions, market ethics and self-regulation, public supervision and corporate law issues relating to security transactions. The Committee was to endeavour to identify problems that may arise in the future and where possible propose ways of resolving them.

In recent years the securities market in Sweden, as in other countries, has been developing very rapidly. Turnover on the Stockholm Stock Exchange has risen very steeply, accompanied by the growth of appreciable dealing off the Exchange. Currency control, introduced at the beginning of World War Two, has been liberalized by degrees and was more or less abolished in the summer of 1989. For these and other reasons the market has become highly international and this process is likely to continue.

The number of stockbrokers in the Swedish market has risen substantially and a number of more specialized companies have also been established. Equity, bonds and convertible stock are the traditional types of security in the Swedish market, which has been broadened in recent years to include futures and options. The latter contracts confer the right to buy or sell the underlying instrument (equity, bonds, share indexes, foreign currencies, etc.); in Sweden these derivative instruments are traded at present by a single marketplace (OM).

Our detailed international review deals with trading in equity, futures and options, rule systems and supervision as well as certain other matters in a number of countries. A general observation is that the organization of trade in securities, the construction of rules and supervision all differ between countries and regions. But in recent years many countries have passed new laws, partly because altered market conditions called for this and partly in order to speed up the modernization of securities trading. Reported irregularities and public opinion have also lain behind amendments in many

fields.

The situation in the EC has been of particular concern. The Government requires all committees of enquiry to consider EC directives and to justify any divergences from them. In a number of respects the Committee proposes that Swedish law shall be adapted to approved or proposed EC directives.

Technological innovation is unquestionably the most important single factor behind the development of securities markets. Rapid changes have been brought about in every field with the aid of data processing and data communication. Many of the changes in these markets, in particular their internationalization and the emergence of new financial instruments such as options, would simply not have been feasible without modern computer technology.

In a number of markets securities are now traded in systems that are completely or partly computerized. Such systems are being used or introduced this year in the stock exchanges in the Nordic countries, in a majority of centres in Europe and in most of the major exchanges in other continents. This means that information about market rates and contracts can be transmitted instantaneously throughout the world. It is – or will be – possible to place orders across national borders. As a result, various financial services which used to require a physical presence can now be performed to a growing extent from another country. In recent years national securities markets have been linked up at an accelerating rate and in forms that partly lack precedent.

In countries with more than one market-place for stock there is a clear tendency to concentrate this business by means of a joint system for spreading information or by other cooperation. There are even some instances of competing market-places being merged. This modernization of traditional trading is being accompanied by the emergence of completely new centres for the trading of options and the related clearing organizations. Most of the important national securities markets now include organized trade in futures and options.

Technical innovations have also paved the way for exchange activities managed by private companies. Computerized off-market systems have grown up for the transmission of information and the matching of bids and offers. This trading may be given an organized form or arranged bilaterally between stockbrokers.

Without computerization the evolution of new financial instruments such as futures and options contracts would not have been feasible. Unlike such conventional securities as equity and bonds, the contracts in options and futures are created in the computer of the market-place or clearing organization only upon completion of a transaction and have no independent existence.

Foreign-owned intermediaries have been established at a brisk pace at times in some countries. There is also a growing tendency to provide cross-border stockbroking services without an establishment in the second country.

The expansion of international securities trading has consequences for the development, implementation and supervision of rule systems. The practical problems acquire a new dimension in this context. The inter-governmental relations in this field display two main tendencies: cooperation between supervisory authorities is being built up, though it is mainly bilateral rather than multilateral; at the same time there is some relaxation of the regulations for certain major international issuers.

International attention has focussed in particular on the sharp and simultaneous falls in equity prices in October 1987. The course of events has been the subject of numerous enquiries and extensive discussions. A great deal of effort has been spent in explaining the price fall but no international consensus has been reached on the importance that can be attached to particular factors such as the existence of derivative markets, arbitrage between equity and derivative instruments, computerized trading, internationalization and so on.

The debate on October 1987 has highlighted the need for new regulatory elements. It is now evident that, in order to protect the whole system from undue strains, it is also necessary to regulate such matters as the financial stability of intermediaries as well as the routines for delivering and paying for securities.

General considerations

First we note that the securities markets are an important component of a developed economy. These markets have two primary functions: the redistribution of saving and the provision of facilities for limiting or redistributing investment risks. None of the three constituent parts of the securities market – the primary market, the secondary market and the market for options and futures – can function efficiently without access to the other two.

The objective of Swedish law has been to uphold public confidence in the markets. The importance of this objective is, if anything, enhanced. Additional objectives should be that activities in the markets are undertaken efficiently and prudently and that stockbroking can continue to be practiced in Sweden irrespective of how the markets develop. These very general objectives can be broken down into more specific goals, exemplified as follows. There should be a high degree of liquidity; it should be possible, in other words, to combine a high turnover with a minimum effect on prices. The risk of manipulation, for instance, is thereby reduced. Trading conditions should also give competent agents equal access to market facilities as well as equal treatment in other respects so as to maintain competition.

Rights and obligations shall be set forth in basic rules for participants, that is, for market-places, issuers, intermediaries and investors. Efficient supervision and control shall ensure that rules are observed, sanctions are taken against infringements and the rules are adapted to altered conditions and requirements.

Another major premiss has been the overriding desire to open the Swed-

ish economy in general to the rest of the world and achieve as close a harmonization as possible to the rules that are being set up in the EC. An important objective for our work in this context has been to maintain and, if possible, strengthen the international competitiveness of the Swedish securities market.

The system of rules for the Swedish securities market has consisted for a very long time of a mixture of laws, rules issued by the market-places and internal regulation by private organizations in the market. From a thorough discussion of how this matter should be arranged in future we have concluded that the existing set-up is largely appropriate. But the increased volume and complexity of securities markets do make it necessary to reinforce both the Swedish supervisory authority (the Bank Inspection Board) and the market-places. There is also a need for extended self-regulation by private organizations as well as for active supervisory efforts in the development of market ethics. International cooperation at various levels should also be developed.

As regards the events in October 1987 we consider that the extreme conditions in some other countries did not have a counterpart in Sweden. But some of the more general conclusions reached internationally should be taken into account, above all the financial risks to which vital parts of the market may be exposed in exceptional circumstances. The need for adequate safety-margins is taken into account, for instance, in connection with instructions for the clearing organizations that are involved in trade in options and futures.

The professional mediation of securities in Sweden is in the hands of banks and other stockbrokers authorized by the Bank Inspection Board. In Sweden, as in many other comparable countries, stockbrokers are permitted to trade on their own account up to specified limits. We find no reason to differ from earlier assessments that stockbrokers shall be entitled to trade on their own account, having first undertaken commissions to the best of their ability.

In other countries brokerage commission revenues have been depressed by deregulation and international competition. This has been accompanied by a corresponding increase in the turnover of the intermediaries' trading inventories, so that a growing share of income has been generated from the spread between buying and selling prices in this trade. The aim has been to reduce the transaction costs of customers while creating a good liquidity by ensuring that a group of buyers and sellers of a particular security is always present in the market. We find that extended market-maker trade can also confer substantial benefits for the Swedish securities market, not least in competition with market-places abroad. This presupposes that larger trading inventories are permitted.

A further improvement in the functioning of the market should be feasible by permitting short selling. We find that short selling is no more speculative than other forms of trading and that, done correctly, it can have a favourable effect by preventing excessive price changes.

The new computerized trading system (SAX) at the Stockholm Exchange

makes share dealing more transparent. Given some supplementary rules proposed here, the two changes mentioned above should not lead to unacceptable conflicts of interest or other negative consequences.

Essential aspects of the general standards for a securities market concern the issuers of securities, primarily shares. Issuing standards are regulated in the listing agreement of the Stockholm Stock Exchange. This agreement was revised recently and we consider that it meets the requirements adequately. Issuers have taken valuable initiatives in self-regulation and we therefore find no reason to propose far-reaching changes in these respects. As regards matters to do with introductory share allocations, however, we envisage that self-regulation is developed on the basis of the sound practice which we propose shall be required by law.

In other, unorganized parts of the share market, on the other hand, conditions are such that measures are called for. This refers to the rapidly growing number of companies whose shares are spread among the general public but are not listed. These companies are not covered by a listing agreement or similar regulations. We consider that the general rules in the Companies Act are insufficient to guarantee that the public obtains adequate information about these companies.

Our main detailed proposals are outlined briefly below.

Rules for exchange trading and clearing

We consider it highly important that securities are traded in organized, very open forms under public control. The definition of exchange activities must therefore be brought up-to-date. The existing definition in Swedish exchange legislation does not heed the new forms for securities trading that have grown up in the Eighties. We propose the following, new definition. Exchange activity denotes the regular compilation, by automatic data processing, auctioning or otherwise, of bids, offers and contract prices for securities and other financial instruments to provide information about the market situation with the purpose of generating trade. On the other hand, the subsequent dissemination of, for instance, transaction prices alone from the exchanges should not be regarded as exchange activity.

The forms in which securities trading is organized are also highly important in other respects. For one thing, Swedish trade in shares has faced strong competition in recent years from market-places in other countries. Market liquidity and facilities for prompt, comprehensive information about the market situation are significant for competition. In order to cater to demands in these respects we consider that a subdivision of the share market should be prevented, whether or not the sub-markets are organized in the form of exchanges. The international impetus also seems to be in favour of a greater concentration of market-places so as to benefit from economies of scale.

Another important factor is the emergence of organized exchange trading in derivative instruments such as options and futures. This trade is neither as large nor as economically significant as that in shares and interest-bearing

securities. Neither does competition abroad seem to be as strong. We do not therefore find the same need to concentrate trade in options and futures to a single market-place.

Our overall assessment is that sufficient grounds are lacking for a legal monopoly of trade in options and futures. For legislative and other reasons it would be unsuitable to differentiate in this respect between trade in different kinds of security. The existing legal monopoly of the Stockholm Stock Exchange to trade in shares and bonds should therefore not be retained. Our proposal is that exchange activity shall require an authorization and that this can be granted if the government finds that the proposed exchange activity can be assumed to be in the public interest.

As regards exchange trading in shares, we consider that foreign competition makes it necessary to concentrate trade in Sweden to a single market-place. It is not conceivable that an additional market-place for shares could be of any benefit. The Stockholm Stock Exchange will therefore continue to dominate trade in shares. Only if trade there ceases to function properly should another organization be authorized to set up an exchange for shares.

We find that regional and local exchanges, which from time to time have been advocated in Sweden, would not be advisable. But the very limited trade conducted at present in some parts of the country cannot be said to constitute exchange dealing and should therefore be able to continue.

The Stockholm Stock Exchange should be entitled to establish a clearing function, either on its own or in cooperation with another organization, and if it so wishes to conduct trade in futures and options. Trade in bonds and other interest-bearing securities is undergoing substantial changes in Sweden, which complicates assessments. The Stockholm Exchange has a monopoly but for decades this trade has been practiced informally off the Exchange. Another body may therefore be able to obtain an authorization for this trade.

Careful consideration has been paid to the issue of a suitable form for exchange ownership. Privately-owned profit-seeking futures and options markets have been set up in Sweden in recent years without legislative backing but with preliminary supervisory approval. These establishments differ from the normal structure of exchanges in Sweden and elsewhere, with non-profit management by the members.

We find it unsuitable in principle that an exchange is managed for profit. The possibility of improper practices cannot be excluded in such an organization. With appropriate regulations, however, this risk should be reasonably slight. We therefore consider that continued operations in this trade by privately-owned companies are acceptable provided the rules we propose are adopted.

Exchange or clearing operations off the Stockholm Exchange shall be arranged, we propose, in the form of a joint stock company or an incorporated association. Individual holdings shall be restricted to 20 per cent of the share capital or the total number of votes in the enterprise, for which a minimum share capital should also be specified. Moreover, the government should be entitled to appoint a specified number of board members

and to approve the chairman of the board. Surveillance should be exercised by the Bank Inspection Board, with powers to ensure that the fees charged are reasonable.

A clearing function in futures and options trade carries the ultimate responsibility for all contractual obligations and also ensures that traders maintain the required margin. Thus, a typical options exchange – as is also the case with OM in Sweden – consists of a market as well as a clearing function. There are also instances where clearing is undertaken independently of the market. Clearing, like exchange operations, should require a government authorization and be subject to government control and the other conditions set out in the relevant chapter and in our legislative proposals for exchange and clearing operations. The government shall appoint a specified number of board members and approve the elected chairman.

The board of directors of the Stockholm Exchange consists of eleven members and eleven deputies. Six members are appointed by the government, one by the Riksbank and four by business organizations. We propose that the number of members is reduced to nine and the number of deputies to three. Of the members, four should be appointed by the government, four by business organizations and the ninth by these eight to be the chief executive.

The Committee is not unanimous on some issues. Three members consider that the majority proposal amounts in practice to a continuation of the exchange monopoly on shares. They consider that a monopoly is not a good instrument for achieving good liquidity, good service, the ability to develop new products and cut costs. In their opinion, moreover, the existence of a regional exchange where shares in local companies are traded can be a significant factor in regional economic development. Neither is it necessary to specify the level of fees; transaction costs will be determined by the competitive situation. Furthermore, strong governmental influence in exchange boards can be clearly deleterious and the dissenters propose that the government shall not appoint any board members.

Share trading on the Stockholm Exchange

At present there is a sizable volume of trade off the Stockholm Exchange in the shares of companies that are excluded by the current listing regulations. The OTC list and the list of unregistered shares are intermediate categories. People are no doubt highly uncertain about the particular conditions for different categories of traded shares. We find it important that the Stockholm Exchange becomes the central market even for many shares that are not formally listed at present. We therefore propose that the formal requirements for exchange listing are lowered in relation to current practice and that the board of the Exchange is freer to consider applications for case to case.

However, a complete implementation of this principle that all these – as well as certain other – shares should be listed is impeded by the tax regulations, which differ at present between listed, OTC and unlisted shares. Until such time as the tax questions can be resolved, there should be interim regulations whereby trade in OTC and unlisted shares may continue as at present in principle but under the supervision of the Board of the Exchange. Trade in other shares should not be allowed in the premises of the exchange or in its SAX system.

Applications to the Exchange Board for new company listings should include a foundation for the issuing rate and indicate the principles for the distribution of the shares in the market. We propose that this material shall be approved by the Board, which shall also ensure that the principles are in line with good practice in the share market. Other prospectuses shall likewise be approved by the Board. We propose that decisions by the board of an exchange or a clearing organization can be challenged in the Stockholm city court.

Trade in forwards and options, short selling, etc.

Legal provisions that are directly applicable to futures, options and similar financial instruments (as defined by us) are lacking at present. Financial instruments should be brought in under the basic provisions in the present Securities Market Act, that is, that trade and management shall be conducted so that public confidence is maintained and personal capital is not exposed to improper risks. Consumer protection in this trade should also be strengthened in other respects. We propose that all trade in standard futures or options shall be cleared by a competent organization. Those who issue options or trade futures shall provide adequate security for their commitments. In the case of non-standard futures and options we do not consider that clearing by a competent organization can be stipulated.

Standard share futures or share options may be traded only if the share is listed by a Swedish or foreign exchange. If the underlying security is an interest-bearing instrument then the loan and the volume of trade in it must be sufficiently large. Index futures and index options may be traded only if the index relates to the above-mentioned categories of security.

Up to now in Sweden the OM company, acting on advice from the Bank Inspection Board, has stipulated that call options, put options and futures in shares must in principle be backed by the underlying instrument when the transaction is completed. We consider that there are not sufficient grounds for requiring this by law.

The Stockbroking Act prohibits short selling by stockbrokers on their own account or otherwise (the sale of securities received as a loan with a commitment to repurchase and return them at a future date). For the reasons summarized above, we propose that the ban on selling short is lifted, though short selling in securities that are traded infrequently should

not be allowed. It is also important that the lender obtains a proper guarantee that the securities will be returned.

Compliance with this law is also supervised by the Bank Inspection Board. We consider that, as in other fields, surveillance by the Board should be primarily retrospective. The introduction of a new financial instrument would not have to be approved in advance; if trade with the new instrument then turns out to contravene the basic standard, the Board should intervene and stop trading.

Rules for unlisted companies with broad ownership

Even with these proposals, shares and convertible bonds will still be traded publicly in a relatively large number of companies that are unlisted. We have found that there may be around one hundred such companies at present. Information about these companies must also be detailed and reliable. We therefore propose some extended rules for companies whose shares and the like are distributed among at least 200 owners but are not listed. This, however, is not conditional on the existence of regular trade in these shares.

The companies in question, when making public offers, should be required to publish a prospectus as specified in the full report. The prospectus should be scrutinized in advance by the Bank Inspection Board. This proposal is in line with the procedure put forward in the EC.

Broadly-owned companies should also issue interim financial reports even if this is not stipulated at present in the Companies Act. They should also be brought in under the Act that regulates issues limited to employees as well as the regulations we propose below for insider trading. In the absence of a framework for self-regulation we consider that some of the requirements concerning information from listed companies should be embodied in law for these broadly-owned companies; what we have in mind is the statement on annual accounts, separate information about major decisions and events and the publication of auditors' qualifications.

The Bank Inspection Board should issue guidelines for the implementation of the regulations and exercise surveillance over the companies so that the rules are observed. The Board should be enabled to order a company to comply with the instructions under penalty of a fine. As the supervisory authority the Board should also be entitled to suspend trading in the shares of a company if, for instance, anomalies have been found in the information in a prospectus or an annual report.

Stockbrokers

A number of new types of financial service are being offered in the markets. Inter-bank brokers act as representatives of banks and stockbroking companies and do business for others but not in their own name. A similar function is performed by companies that act as agents for certain stockbroker vis-a-vis the public. For some years now a company has been doing

business by lending shares. Market-making is practiced in connection with shares, futures and options as well as with instruments in the money and bond markets. There is also business participation in issuing, consultancy, management and safe-keeping of securities and other financial instruments.

These activities are not embodied in existing laws. In the EC a proposed directive envisages a uniform procedure for the authorization of those who perform certain kinds of financial service on a commercial basis in the securities market. We consider that all agents conducting such business as can affect the public interest in trade in securities and other financial instruments shall obtain prior authorization and be subject to public surveillance.

Foreign ownership in Swedish stockbroking companies has been banned since the turn of 1982. This ban should be lifted. The acquisition of Swedish stockbroking companies by non-residents should thus be subject to the public control of acquisitions as stipulated in law, whereby a permit is granted provided the acquisition does not conflict with an important Swedish public interest and complies with other requirements.

One aspect of our endeavours to maintain and if possible strengthen the international competitiveness of the Swedish securities market involves widening the opportunities for market-maker trade. Some legislative amendments should contribute to this. We propose a major increase in the absolute limit to trading inventories, accompanied by a number of restrictions to prevent abuse of these stocks. Our proposal to lift the ban on short selling should also be seen in this context.

Some proposals are intended to bring as large a proportion of share trading as possible into the Stock Exchange. Provision should thus be made for attaching a new type of agent, market makers, to the Exchange. Foreign companies should also be admissible as members of the Exchange, whether or not they have an establishment in Sweden.

Sanctions and their imposition

As it stands, the law empowers the Stockholm Stock Exchange to impose certain sanctions on members and listed companies. The Exchange Board can withdraw membership if a company breaks the law or other instructions or otherwise proves unsuitable as a member. In milder cases the Board can issue a written admonition. If a listed company has broken the law or the listing agreement, the Board can de-list its paper, prescribe certain measures or issue a warning.

Having perused the pros and cons of different forms of sanction, we propose an additional alternative: temporary suspension from an exchange or clearing organization. In certain instances this can be less cumbersome than the withdrawal of membership. The desirability of a uniform, effective implementation of sanctions has prompted us to propose that such matters are transferred from the Board of the Exchange to a new body, a disciplinary council, which should also handle such matters pertaining to other

marketplaces. The work of the exchange boards can then be concentrated to the organization and supervision of trade and the development of rules. The disciplinary council should have five members appointed by the government. Matters involving sanctions are to be taken by the markets to the council.

We have also discussed whether improvements are needed to enable shareowners to sue for damages against company officials. An obstacle at present is no doubt the costs of a court case and the risk of having to pay costs for the other party as well. We propose that exchanges and clearing organizations shall provide funds if an individual is not in a position to pay for a lawsuit and the issue is of general interest.

Insider trade

The current Swedish law on insider trading dates from 1985 and has already been amended twice. Legislative work on insider trading has been stepped up internationally. An EC directive banning insider trading has been proposed and its endorsement is planned for 1989. The Council of Europe adopted a convention on insider trading in January 1989. A number of countries have introduced or amended legislation in recent years.

In Sweden the law on insider trading is supplemented in many cases by self-regulation in the form of an ethical code. From a market survey we have found that such codes are relatively common.

In our general assessment we noted that the field covered by the existing legislation is too narrow. This applies to the definition of an insider as well as to the types of instrument and the forms of information that are involved.

When delimiting the group the proposed EC directive is one of the factors that should be born in mind. We consider that anyone who, in the exercise of his professional duties, has obtained information about an unpublished circumstance that affects security prices should count as an insider. The regulations should also cover those who obtain such information from an insider and are not in good faith. As at present, individuals with sizable holdings of shares should also count as insiders.

The extended regulations should include all securities and financial instruments that are widely spread as well as all kinds of information about unpublished circumstances that may affect the price of securities and other financial instruments. Instead of the present restriction to knowledge about conditions in a particular listed company, the information would thus include interest rate changes, exchange rate adjustments and the situation in the market, for instance.

The new statutory regulations proposed by us are worded in general terms, with supplementary provisions in certain fields. A general rule can provide a basis for ethical instruction in the spheres of business, organizations and authorities, an effect that is fully as important as the directly preventive influence of sanctions.

Experience in Sweden as well as abroad shows that supervisors and prosecutors have had difficulty in producing the evidence that is needed for a criminal conviction. With the United States as a precedent we therefore consider that grounds exist for restricting short-term transactions by those whose position provides access to information about conditions in the company to which they are attached, for instance as a member of the board, managing director or auditor. We propose that any profit on transactions by these categories in the company's shares in the course of six months shall be paid into the company. For this rule it is immaterial whether or not the transactions were made in the light of information about unpublished circumstances.

We have also examined a proposal that originated from the Fermenta enquiry by the Stockholm Exchange. Whereas a person who spreads misleading information about a limited company is liable to be prosecuted for fraud, there are no penal regulations on the manipulation of share prices via supply and demand in the market. We therefore propose a new criminal code provision on improper influencing of exchange prices. This rule should cover all trade in securities and other financial instruments.

Market ethics

Market ethics stands in our work for a relatively broad concept – the system of written and unwritten standards that, over and above the law, influences or should influence the behaviour of those who participate in the securities market, that is, investors, issuers of securities, brokers and other intermediaries, consultants and so on.

We have reviewed the debate on market ethics in Sweden in the Eighties, as well as the situation in the EC and a number of relevant countries. We have also examined the work being done to promote ethics by the Bank Inspection Board, the Stockholm Stock Exchange and various private representative organizations in the Swedish market: the Securities Council, the Industry and Commerce Stock Exchange Committee, the Securities Dealers Association and the Society of Financial Analysts.

Some general guidelines are presented for future work on these issues. Briefly, self-regulation by private organizations is considered by us to be an important and necessary component of the work of creating security market regulations that are effective and inspire confidence. Self-regulation and legislation are not mutually exclusive; they serve different purposes and should therefore be developed side by side.

Concerning the Bank Inspection Board, we attach great importance to its supervisory function even as regards market ethics. In our opinion the Board should play an active part in promoting self-regulation where this is needed. In the absence of progress in this respect, the Board should issue recommendations or, if necessary, call for legislation.

The working arrangement between the Bank Inspection Board and the Stock Exchange Board is appropriate and should be maintained. The super-

visory and ethical functions of the Exchange Board should thus focus primarily on conditions in the listed companies and the Bank Inspection Board should concentrate on brokers and in future, as a consequence of our proposals in various fields, on other intermediaries as well as on unlisted companies whose shares are widely spread.

Our work on the substance of market ethics has been confined to some main issues. One is mandatory offers, that is, the convention that a person who procures more than a certain proportion of the shares (voting rights) in a listed company shall be obliged to extend the offer to all shareholders in that company. Our overall assessment is that this obligation should not be made legally binding in Sweden. But close attention should be paid to the situation in the EC because a directive to this effect is quite likely to be endorsed.

Concerning matters to do with the transparency of ownership in listed companies it can be mentioned that we consider certain issues to do with the public share registers kept by the Securities Register Centre and the notification of sizable changes in ownership.

Some minor matters are handed over to the review of the Companies Act that is being planned in the Ministry of Justice.

Cross-border securities trade

Various financial services are now being provided to a growing extent from one country to another and this is being done with as well as without an establishment in the recipient country. As far as Sweden is concerned, it is generally desired that foreign agents of various kinds should have access to the Swedish securities market to a greater extent than before.

These tendencies put national regulation and surveillance in a new perspective. A guiding principle must be that the basic standards for sound market conditions are the same as for domestic agents. We have also endeavoured as far as possible to incorporate the regulation and surveillance of cross-border operations in existing national arrangements. One important principle concerns foreign computerized trading systems that directly address stockbrokers and other intermediaries in Sweden without cooperating with a Swedish marketplace. The Bank Inspection Board should be enabled to prohibit Swedish stockbrokers and other intermediaries from joining a foreign system that is deemed to be unsuitable.

Electronic trading systems make it possible to participate in exchange trading via links to establishments in other countries. In the future requests may be received for such membership of the Stockholm Exchange, that is, a connection to the SAX system. The Swedish securities market has reason to be in favour of arrangements that enhance the possibility of attracting trade to Swedish markets. This obviously presupposes that sound trading can be upheld. The general suitability of a company is a matter for the Bank Inspection Board and it is then up to the Exchange Board to determine whether the company is eligible for membership. A criterion here should be

that membership can be granted if the company in question qualifies for membership of an exchange or a clearing organization in its home country. Should the foreign company infringe Swedish law or instructions or otherwise prove unsuitable as a member of the exchange, it shall be possible for the disciplinary council, following an application from the Exchange Board, to rule that membership is withdrawn, in exactly the same way as for Swedish members.

There is reason to suppose that similar procedures may apply to Swedish stockbrokers applying for membership of exchanges in countries where they are not established. Such applications, in other words, will be assessed by the exchange board and possibly by the supervisory authority in the host country. We see no need for any scrutiny by the Swedish Bank Inspection Board.

It is possible that Swedish securities will be used as underlying instruments for derivative trade abroad. Swedish law and authorities are probably not in a position to prevent or influence such trade. Neither do the issuers concerned in Sweden presumably have any formal powers over the initiation of such trade. It is to be expected, on the other hand, that supervisors in the country where the trade is to be arranged will have opinions as to which Swedish paper is suitable in this context and how the trade is organized. Foreign securities may be used as underlying instruments for organized derivative trade in Sweden. As the supervisor of the derivative exchange, it is up to the Bank Inspection Board to ensure that the traded futures and options contracts are properly constructed.

There have been plans for extensive cooperation between a Swedish and a foreign options exchange (SOFE, the Swedish marketplace that has now been closed down, and the European Options Exchange in Amsterdam) with a substantial foreign minority holding in the Swedish entity. This prompts some comments on whether and on what terms foreign ownership can be permitted in Swedish limited companies with an exchange authorization. As in the case of Swedish stockbroking companies, we have concluded that the issue of foreign ownership in Swedish limited companies that have an exchange authorization should belong to the statutory public control of company acquisitions and be permitted if the acquisition is not in conflict with an important public interest and meets other requirements.

Concerning the reverse situation – establishments abroad by Swedish banks and stockbroking companies – we consider that, at least for the time being, a Swedish permit should continue to be required. This is necessary if supervision on the basis of home-country authorization is to be effective. But even with home-country control, the Swedish Bank Inspection Board should have some insight into the operations of foreign companies in Sweden and so should supervisors in other countries into Swedish subsidiaries there. In the event of a Swedish firm losing its stockbroking authorization in Sweden, operations in the foreign country would also have to cease.

There is also the somewhat different issue of stockbroking services that are provided without an establishment in the customer's or market's coun-

try, that is, services provided by telephone and/or computer links. We consider that the principle of home-country authorization and home-country control is also applicable in these cases. In that an authorization by a Swedish authority is not required, some form of notification is needed. The Bank Inspection Board should then decide whether the home country of a commercial provider of stockbroking services in the Swedish market has rules for authorization and supervision that are acceptable, so that the home-country authorization is sufficient in Sweden. In the absence of an acceptable home-country authorization, stockbroking business directed at the Swedish market should be prohibited no matter where the business is established. In such cases traders with a Swedish authorization should not participate either. In addition, the supervisor can keep a public register of foreign stockbroking companies that are considered to have broken the ban and refused to comply with the Board's injunction to close down.

Currency deregulation is bound to lead to more foreign issues in Sweden. As a rule such offers will no doubt continue to be made through stockbrokers with a view to an exchange listing. But it is also conceivable that other foreign companies may be interested in placing shares in the Swedish market. We consider that when shares in foreign companies are offered to a relatively wide circle in Sweden without involving a Swedish exchange listing, the requirements for a prospectus and regular information subsequently should be the same in principle as for equivalent Swedish companies. The regulations we have proposed for the latter should therefore be applied to foreign companies, too. The Swedish supervisor should inform the Swedish market about foreign companies that do not comply with Swedish rules regarding information.

Most of these situations are likely to call for increased contacts and flows of information between supervisors in Sweden and other countries.

Tasks and resources of the Bank Inspection Board

The Bank Inspection Board will be given a number of new supervisory duties and the nature of supervision in existing fields will also change. The Board should therefore receive greatly increased resources. A review of the organization of the Board may also be necessary.

Résumé

Le Comité du marché des valeurs mobilières avait eté mis en place par le gouvernement suédois au printemps 1987 à la demande du Parlement (Riksdag). Le Comité se composait de M. Staffan Vängby, conseiller à la Cour suprême, président, et de six membres ou anciens membres du Riksdag choisis dans quatre partis politiques. Avaient également pris part au travail du Comité treize représentants de diverses organisations concernées et quatre secrétaires à temps complet. Le présent rapport est le résultat du travail du Comité qui fut achevé en octobre 1989.

Le Comité avait pour mission d'examiner sans idée préconçue la législation suédoise applicable aux marchés des valeurs mobilières. Plus spécialement, les directives qui nous avaient été données abordent des domaines tels que l'activité de la Bourse des valeurs, les marchés à options et à terme, les agents de change et autres intermédiaires en valeurs mobilières, les délits d'initié, la déontologie boursière et l'autorégulation, le contrôle public ainsi que les questions relatives au droit des sociétés anonymes qui intéressent le négoce des valeurs mobilières. Nous avons été chargés de cerner les problèmes qui pourront se poser à l'avenir et, si possible, de faire des propositions sur la manière de les résoudre.

Le marché des valeurs mobilières, tant en Suède qu'à l'étranger, a été le lieu d'un développement accéléré au cours de ces dernières années. A la Bourse de Stockholm, les volumes traités ont connu une très forte progression en même temps que le négoce des actions poursuivi hors Bourse a pris une ampleur non négligeable. La réglementation suédoise des changes, en vigueur depuis le début de la Seconde Guerre mondiale, a été progressivement libéralisée et est pratiquement abolie depuis l'été 1989. Ne serait-ce que pour cette raison, le marché s'est largement internationalisé et ce processus ira sans doute en s'intensifiant.

Le nombre des agents de change opérant sur le marché suédois s'est accru de façon notable. En même temps, toute une série d'entreprises à vocation spécialisée ont vu le jour. Les différentes catégories de titres traditionnellement échangés sur le marché étaient essentiellement les actions, les obligations et les emprunts obligataires convertibles. Depuis quelques années, le marché s'est élargi aux options et autres contrats à terme qui ont trait au droit d'acheter ou de vendre diverses valeurs sous-jacentes telles qu'actions, obligations, indices boursiers, devises étrangères, etc. Le concept commun qui englobe ce genre de produits est dérivés. En Suède, l'entreprise privée OM en fait actuellement le négoce.

Un aperçu international détaillé traite du commerce des actions, de celui des options et des transactions à terme, de la réglementation et du contrôle ainsi que de quelques autres sujets dans un ensemble de pays. A titre récapitulatif, nous constatons que l'organisation du commerce des valeurs mobilières, les modalités de la réglementation et du contrôle etc. sont différents d'un pays et d'une région à l'autre. Mais un aspect commun à de nombreux pays est l'adoption de lois nouvelles au cours de ces dernières années. Une des raisons qui les y a contraints réside dans le changement des conditions qui règnent sur les marchés, une autre dans le désir de hâter la modernisation des opérations. Enfin, les accusations d'irrégularités et le débat public ont puissamment contribué à la modification des règles en vigueur dans nombre de pays.

L'évolution qui s'est produite au sein de la CEE revêt pour nous une importance particulière. Le gouvernement a demandé que toutes les commissions officielles tiennent compte des directives de la CEE et motivent les éventuels écarts avec ces dernières. En de nombreux points, nous avons proposé que la législation suédoise soit adaptée aux directives européennes entrées en vigueur ou proposées.

Le développement technique est sans aucun doute le facteur individuel dont l'influence a été la plus décisive sur l'évolution qui a eu lieu sur les marchés des titres. Des changements rapides ont pu être réalisés dans tous les domaines grâce au traitement des données et aux réseaux informatiques. A vrai dire, nombre de ces changements, avant tout l'internationalisation et le développement de certains produits financiers comme les options, n'auraient pu se réaliser sans accès à l'informatique.

Sur de nombreuses places financières, le commerce des valeurs mobilières s'opère désormais, en tout ou en partie, par le truchement de systèmes informatiques. Au cours de cette année, de tels systèmes de négoce des titres sont introduits ou sont déjà utilisés dans les Bourses des pays nordiques, sur la plupart des places européennes ainsi que dans les grandes Bourses des autres continents. Ce faisant, les cours d'achat et de vente ainsi que l'information concernant les transactions réalisées peuvent être diffusés instantanément à travers le monde. Des ordres peuvent être enregistrés – du moins à terme – de la part de clients ou d'intermédiaires d'un autre pays. Cela implique à son tour que toutes sortes de services financiers qui, jusque-là, supposaient une présence physique, peuvent être effectués dans une proportion croissante à partir d'autres pays. Depuis quelques années, des marchés de différents pays sont reliés les uns aux autres à une allure croissante et en des formes qui étaient en partie inconnues jusqu'à présent.

Dans les pays où le négoce des valeurs était traditionnellement dispersé sur plusieurs places boursières, on observe de nettes tendances à la concentration sous la forme de systèmes communs de diffusion de l'information et d'autres modes de coopération. Certain pays ont réalisé ou prévoient une véritable fusion de places de marché concurrentes. Parallèlement à cette modernisation des Bourses de valeurs traditionnelles, des places entièrement nouvelles se sont créées telles que les Bourses d'options avec leurs

organismes de compensation. Le commerce organisé des options et des contrats à terme existe maintenant sur la plupart des marchés nationaux d'envergure.

Les progrès techniques ont également ouvert la possibilité aux entreprises privées de se livrer à des activités boursières. Des réseaux informatiques de fourniture d'informations et de rapprochement des offres d'achat et de vente ont surgi en dehors des espaces traditionnels. Les transactions y sont effectuées sous une forme systématique ou bilatérale entre courtiers.

Le développement de nouveaux produits financiers tels qu'options et contrats à terme n'aurait pu se réaliser sans l'informatisation. A la différence des valeurs de type conventionnel comme les actions et les obligations, les options et les contrats à terme ne naissent dans les ordinateurs des lieux de marché et des organismes de compensation qu'une fois la transaction réalisée et ne peuvent exister en dehors d'eux.

Le rythme d'établissement d'intermédiaires étrangers a par moments été élevé dans certains pays. De même, la mise à disposition de services de courtage dans un autre pays sans établissement sur place se rencontre de plus en plus fréquemment.

La croissance du commerce international des valeurs mobilières entraîne des conséquences sur le développement, l'application et la surveillance des réglementations. Les problèmes pratiques, dans ce contexte, acquièrent une dimension nouvelle. Deux tendances principales apparaissent dans ce domaine au niveau des relations internationales. Une coopération entre autorités de contrôle a commencé de s'instaurer, mais essentiellement sur le plan bilatéral plutôt que multilatéral. D'un autre côté, une atténuation des règles est en cours concernant certains émetteurs importante opérant sur le plan international.

La chute de la Bourse d'octobre 1987, aussi forte que simultanée, a fait l'objet d'une attention particulière au plan international. L'événement a été à l'origine d'un nombre appréciable d'études dans différents pays et d'un très important débat. De grands efforts ont été consacrés à essayer d'expliquer la chute des cours. Aucune unité de vues n'a cependant pu être obtenue sur le plan international quant à la signification pouvant être attribuée à certains facteurs particuliers comme l'existence des marchés de produits dérivés, du commerce d'arbitrage entre actions et produits dérivés, du commerce informatisé, de l'internationalisation etc.

Le débat sur octobre 1987 a actualisé le besoin de novation de la réglementation. L'application de règles relatives à la stabilité financière des intermédiaires et aux usages de livraison et de paiement des titres apparaît maintenant elle aussi comme primordiale pour protéger le système dans son entier contre les dysfonctionnements.

Les principes qui ont guidé nos réflexions

Nous constatons dès l'abord que les marchés de valeurs mobilières représentent un élément important de l'infrastructure d'une économie développée. Ces marchés remplissent essentiellement deux missions, redistribuer l'épargne et permettre aux investisseurs de limiter ou de répartir les risques. Aucun des trois marchés partiels qui composent le marché des valeurs mobilières – le marché primaire, le marché secondaire et les marchés des options et des contrats à terme – ne peut fonctionner efficacement sans accès aux autres.

La législation boursière suédoise a eu pour objet jusqu'ici de faire bénéficier les marchés de la confiance du public. Cet objectif est conservé avec un poids plutôt accru. Il convient d'ajouter à cela que l'activité des marchés doit être poursuivie avec efficacité et fiabilité et celle de la Bourse doit pouvoir être menée de façon durable et constante en Suède, indépendamment de l'évolution du marché.

Ces objectifs très généralement définis peuvent, à notre avis, se concrétiser dans un certain nombre d'objectifs partiels dont, entre autres, les suivants. Le négoce doit se caractériser par une liquidité élevée. En d'autres mots, il doit être possible d'échanger de grands volumes de titres avec un effet aussi réduit que possible sur les cours. Il s'ensuit entre autres que le risque de manipulations s'en trouve minimisé. En outre, le négoce doit se caractériser par la neutralité vis-à-vis des acteurs concernés, c'est-à-dire l'accès équivalent, pour ceux qui y sont habilités, aux commodités et équipements de la place et de façon générale par un traitement égalitaire pour permettre de maintenir la concurrence sur le marché.

Les activités doivent se fonder sur des règles concernant les droits et obligations des intervenants, c.-à-d. les places de marché, les émetteurs, les intermédiaires et les investisseurs. Une surveillance et un contrôle efficaces doivent avoir lieu pour que les règles instaurées soient suivies, que des sanctions soient prises contre ceux qui enfreignent les dispositions et que les règles soient développées au fur et à mesure des changements de conditions et d'exigences.

Un autre important point de départ a résidé dans les souhaits qui se sont fait jour globalement concernant l'ouverture générale de notre économie vis-à-vis du monde environnant et l'adaptation aussi étroite que possible aux règles en cours d'élaboration au sein de la CEE. Dans ce contexte, un des objectifs essentiels de notre travail a été de maintenir et si possible de renforcer la compétitivité internationale du marché suédois des valeurs mobilières.

La réglementation de ce marché a pendant très longtemps été caractérisée par un partage entre législation, règles établies par les places de marché et autorégulation des organismes privés opérant sur le marché. Nous avons attentivement discuté de la priorité à donner à l'avenir à l'un ou l'autre de ces composants et nous avons finalement jugé que l'actuelle répartition est pour l'essentiel adaptée au but recherché. La complexité et le volume

croissants des marchés de valeurs mobilières obligent toutefois à renforcer aussi bien l'autorité de contrôle suédoise, la Commission de contrôle des banques, que les places de marché. Nous signalons également la nécessité d'une autorégulation accrue des organismes privés qui opèrent sur le marché et d'interventions actives de la part de la Commission de contrôle des banques pour développer les bons usages sur les marchés. Il convient également d'approfondir aux différents niveaux la coopération internationale.

Concernant les événements d'octobre 1987, nous estimons que les conditions extrêmes qui régnaient dans certains pays n'avaient pas leur équivalent ici. Certaines des conclusions à partée générale qui ont été tirées au plan international doivent cependant être prises en considération pour le futur. Parmi elles, il y a lieu de noter avant tout les risques financiers qui peuvent frapper des parties vitales du marché dans des circonstances exceptionnelles. Nous avons notamment pris en considération la nécessité de marges de sécurité suffisantes au moment de formuler les dispositions réglementaires des organismes de compensation rattachés au commerce des options et des contrats à terme.

L'intermédiation professionnelle des valeurs mobilières est faite en Suède par les banques et les agents de change dûment accrédités par la Commission de contrôle des banques. En Suède – comme dans plusieurs pays comparables – il leur est permis dans certaines limites de faire des affaires pour leur propre compte. Nous ne voyons pas qu'il y ait lieu de modifier l'appréciation faite dans le passé selon laquelle les agents de change sont en droit d'opérer en portefeuille propre – après avoir effectué d'abord au mieux les ordres de leurs clients.

Dans d'autres pays, l'abandon de règles et la concurrence internationale ont comprimé les commissions des entreprises de courtage. La rotation des stocks des intermédiaires a connu une augmentation correspondante et, ce faisant, une part croissante de leurs revenus a été générée par la différence (spread) entre cours d'achat et cours de vente de ce type de commerce. L'objectif a été de diminuer le coût des transactions des clients et en même temps de créer une bonne liquidité du marché par le fait de l'existence constante sur celui-ci d'un groupe d'acheteurs et de vendeurs d'un certain titre. Nous avons estimé qu'un commerce élargi des teneurs de marché (market maker) peut comporter également des avantages importants pour le marché suédois des valeurs mobilières, ne serait-ce que pour pouvoir affronter la concurrence des places étrangères. Pour permettre une telle évolution, il est nécessaire de relever le plafond des portefeuilles propres autorisés.

En même temps, le fonctionnement du marché doit pouvoir être amélioré encore si la vente à découvert est autorisée. Nous n'avons pas trouvé que la vente à découvert soit plus spéculative que d'autres formes de négoce et que, correctement effectuée, elle peut avoir un effet favorable en mettant obstacle à des montées de cours excessives.

Le nouveau système informatique SAX de la Bourse de Stockholm per-

met une meilleure transparence du négoce des actions. Avec certaines règles complémentaires que nous proposons, les deux changements mentionnés devraient pouvoir être réalisés sans risque de conflits d'intérêts inacceptables ou autres conséquences négatives.

Une partie essentielle des exigences générales qui doivent s'appliquer à un marché de valeurs mobilières a trait aux émetteurs de titres, avant tout d'actions. Les exigences auxquelles sont soumis les émetteurs sont réglementées par un contrat d'inscription passé entre la Bourse de Stockholm et l'entreprise. Ce contrat a récemment été remanié et répond pleinement auxdites exigences selon nous. Parmi les émetteurs, des initiatives précieuses de réglementation autonome ont été prises. Nous n'avons pas estimé utile à cet égard de proposer des modifications radicales. Nous avons cependant été attentifs aux questions concernant l'attribution d'actions à l'occasion d'introductions en Bourse et nous supposons qu'un développement aura lieu dans le sens de l'autorégulation compte tenu de l'exigence de bons usages dans ce domaine qui fait l'objet d'une proposition de légalisation.

Par contre, sur d'autres parties, non réglementées, du marché des actions, les conditions sont telles que des mesures ont besoin d'être prises. Nous faisons allusion au nombre rapidement croissant d'entreprises dont les actions sont diffusées au sein du public mais qui ne sont cotées sur aucune liste rattachée à la Bourse. Ces entreprises ne sont pas sujettes à un contrat d'enregistrement ou à des dispositions analogues. Les règles de caractère général qui sont énoncées dans la loi sur les sociétés anonymes sont, à notre avis, insuffisantes pour garantir au public de bénéficier la nécessaire information concernant ces entreprises.

Dans ce qui suit, nous décrivons brièvement nos propositions de détail les plus importantes.

Règles pour les activités de bourse et de compensation

Nous estimons de la plus grande importance que le négoce des valeurs mobilières ait lieu en des formes organisées, contrôlées par la société et avec une grande transparence. Il faut par conséquent échafauder une description moderne et adaptée de ce qui constitue l'activité boursière. La définition qui se retrouve dans la législation suédoise en vigueur relative à la Bourse ne tient pas compte des nouvelles formes de négoce des valeurs mobilières qui ont vu le jour au cours des années 1980. Nous proposons la définition suivante: Par activité boursière, il convient d'entendre la mise en rapport régulière des offres d'achat et de vente et des indications de cours payés des valeurs mobilières et autres produits financiers par traitement automatique des données ou à la criée ou autrement pour informer sur la situation du marché en vue de réaliser des transactions. Par contre, la diffusion après-coup uniquement par exemple des cours des transactions, ne devrait pas être considérée comme activité boursière.

Les formes d'organisation du négoce des valeurs revêt une grande impor-

tance également à d'autres égards. En premier lieu, le commerce suédois des actions a été exposé pendant ces dernières années à une forte concurrence de la part de marchés de certains autres pays. La liquidité du marché et la possibilité d'informations rapides et groupées sur la situation du marché constituent un facteur important de la concurrence. Pour répondre dans toute la mesure du possible aux exigences dans ce domaine, il convient, à notre avis, d'empêcher que le négoce des actions ne se disperse sur plusieurs marchés partiels, indépendamment du fait qu'ils soient organisés sous forme de Bourse ou non. Sur le plan international, l'évolution semble d'ailleurs spontanément se diriger vers une plus grande concentration des places par suite des avantages de la grande exploitation.

Un autre facteur d'importance est le développement du négoce organisé d'instruments dérivés comme les options et les contrats à terme. Ce négoce n'a ni l'étendue ni la signification socio-économique que celui des actions et des titres portant intérêt. La concurrence étrangère ne semble pas non plus aussi forte. Aussi, nous pensons que le commerce des options et des transactions à terme n'appelle pas le même besoin de concentration sur une seule et même place.

Notre appréciation d'ensemble est qu'il n'existe pas suffisamment de raisons pour instituer un monopole légal du négoce des options et des contrats à terme. Il est inopportun dans ce contexte, notamment pour des causes ayant trait à la technique législative, de traiter à part un type ou un autre de négoce des titres. Il y a lieu par conséquent de ne pas conserver le monopole légal dont jouit actuellement la Bourse des valeurs de Stockholm en matière d'actions et d'obligations. Il est proposé que l'autorisation de l'activité boursière fasse l'objet d'une concession. La concession pourra être accordée si le gouvernement estime que l'activité boursière projetée est supposée être d'intérêt général.

Concernant le négoce boursier des actions, nous considérons que la concurrence vis-à-vis de l'étranger suppose la concentration de ce négoce sur une place située en Suède. Rien ne laisse supposer qu'une place supplémentaire pour le marché des actions revêtirait une quelconque utilité. Cela étant, la Bourse des valeurs de Stockholm continuera d'occuper une place prépondérante s'agissant du négoce des actions. Ce n'est que lorsque la Bourse échouerait dans cette fonction qu'un autre organisme devrait se voir accorder l'autorisation d'entreprendre le négoce boursier des actions.

Nous estimons qu'il n'est pas indiqué d'appuyer les souhaits de Bourses régionales et locales qui se font plus ou moins régulièrement jour en Suède. Quant au commerce très restreint qui se poursuit en certains endroits du pays, il ne peut être taxé d'activité boursière à proprement parler et devrait par conséquent pouvoir continuer.

La Bourse des valeurs de Stockholm devra, si elle le désire, se voir accorder le droit de commencer une activité de compensation en régie propre ou en coopération avec un autre organisme et la liberté de se livrer au négoce des options et des contrats à terme. Les conditions qui règnent dans le commerce des obligations et autres titres à intérêt subissent actuelle-

ment d'importants changements en Suède et sont par conséquent difficiles à apprécier. En dépit du monopole de la Bourse de Stockholm, ce commerce s'est pratiquement poursuivi de façon informelle hors de la Bourse depuis plusieurs décennies. Il pourrait donc être possible à un autre commettant d'obtenir la concesssion de ce commerce.

Nous avons soigneusement considéré la question du régime juridique adéquat d'une Bourse. Dans le commerce d'options et de contrats à terme, parallèlement à la législation mais avec l'approbation provisoire de l'autorité de contrôle, se sont établies en Suède depuis quelques années des places de marché privées à but lucratif. Ces formes d'entreprise s'écartent de celles normalement en vigueur sur les plans suédois et international en matière de Bourse avec une place fonctionnant autour d'un certain nombre de membres et sans intérêt lucratif propre.

Nous considérons qu'il est inopportun, sur le plan des principes, qu'une activité boursière soit poursuivie avec un intérêt lucratif direct. On ne peut exclure qu'une telle organisation ne prenne des égards indus de différentes sortes. Ces risques toutefois devraient pouvoir être réduits suffisamment par l'instauration de règles dans un certain nombre de domaines. Aussi, nous considérons qu'on peut admettre la poursuite des activités d'entreprises privées s'adonnant à ce négoce à la condition qu'elles adoptent les règles que nous proposons.

Les activités de bourse ou de compensation – parallèlement à la Bourse de Stockholm – doivent, selon nos propositions, être exercées sous forme de société anonyme ou de société coopérative. Aucun propriétaire de droit privé ne devra détenir plus de 20 pour cent du capital social ou du nombre total des voix de l'entreprise laquelle devra en outre disposer d'un capital propre d'un certain montant. De même, le gouvernement devra être habilité à désigner un certain nombre d'administrateurs et à approuver le président du conseil d'administration. Les activités de la société devront se trouver sous la surveillance de la Commission de contrôle des banques. Celle-ci devra disposer du pouvoir d'examiner a posteriori le caractère raisonnable des frais et commissions.

Dans le négoce d'options et de contrats à terme, une fonction de compensation est responsable de l'exécution de l'ensemble des contrats. Elle contrôle aussi entre autres que les exigences de sécurités de la part des intervenants se trouvent remplies. Une Bourse d'options typique – c'est le cas aussi d'un marché d'options – comprend par conséquent une place et une fonction de compensation. Mais des systèmes peuvent se rencontrer également où la structure de compensation est indépendante de la place. Tout comme l'activité boursière, l'activité de compensation ne devra s'exercer qu'après agrément et sous le contrôle de l'Etat et par ailleurs aux conditions décrites plus en détail dans le chapitre et dans notre proposition de dispositions légales applicables aux activités de bourse et de compensation. Le gouvernement désignera un certain nombre d'administrateurs et approuvera le choix du président du conseil d'administration.

Le conseil d'administration de la Bourse des valeurs de Stockholm se

compose aujourd'hui de onze administrateurs et de onze suppléants. Six administrateurs sont nommés par le gouvernement, un par la Banque de Suède et quatre par les organisations du marché. Nous proposons une réduction du nombre des administrateurs à neuf et de celui des suppléants à trois. Sur les administrateurs, le gouvernement devra en désigner quatre et des représentants du marché quatre, le conseil d'administration lui-même désignant le chef de la Bourse qui devra être administrateur.

Le Comité est en désaccord sur quelques points. Trois de ses membres considèrent que la proposition de la majorité signifie en pratique le maintien du monopole boursier pour les actions. Ils estiment que le monopole n'est pas un bon moyen pour parvenir à une bonne liquidité, un bon service ni pour développer des produits nouveaux et maintenir des frais raisonnables. Ceux qui ont exprimé ces réserves estiment de même que la négociation sur une Bourse régionale d'actions provenant d'entreprises locales peut constituer un élément important du développement économique d'une région. Des dispositons particulières concernant le niveau des frais et commissions sont inutiles. Le coût des transactions sera déterminé par la concurrence. Une forte influence étatique au niveau des conseils d'administration des Bourses peut, de l'avis du groupe minoritaire, comporter des conséquences nettement défavorables et il propose que le gouvernement s'abstienne de désigner des administrateurs.

Le négoce des actions à la Bourse des valeurs de Stockholm

Un important volume de transactions a lieu aujourd'hui en dehors de la Bourse de Stockholm avec des actions d'entreprises qui ne peuvent être inscrites à la Bourse aux termes de réglementation actuelle. Une forme intermédiaire est constituée par les actions du marché OTC (marché de gré à gré) et de la liste dite O (actions non inscrites, en position d'attente). Une grande insécurité semble régner dans le public sur ce qui s'applique aux différentes catégories d'actions régulièrement négociées. Nous estimons qu'il importe que la Bourse des valeurs devienne le marché central pour nombre d'actions qui aujourd'hui ne sont pas formellement inscrites en Bourse. Relativement aux usages actuels, nous proposons par conséquent que les exigences formelles de l'inscription en Bourse soient abaissées et que le conseil d'adminstration de la Bourse se voie accorder un droit d'examen plus libre dans les cas particuliers.

La complète mise en oeuvre de notre position de principe selon laquelle toutes ces actions – et même certaines autres – devraient être inscrites en Bourse est cependant entravée par les règles fiscales actuelles. Les règles diffèrent aujourd'hui selon qu'il s'agit d'actions de la cote officielle, d'actions OTC ou de la liste O. Dans l'attente d'une solution des questions de fiscalité, des dispositions intérimaires devraient s'appliquer selon lesquelles le négoce des actions des listes OTC et O puisse continuer de la même manière qu'actuellement mais sous la responsabilité de la direction de la Bourse. D'autres actions ne devront pas être négociées dans les locaux de la Bourse ni dans le cadre du réseau SAX.

Lorsque le conseil d'administration de la Bourse décide de l'inscription des actions d'une société nouvelle, celle-ci devra présenter les éléments ayant servi à la détermination du cours d'émission et indiquer d'après quels principes devra se faire la répartition des actions sur le marché. Ces éléments, selon notre proposition, devront être approuvés par le conseil d'administration lequel devra également vérifier que lesdits principes sont conformes aux bons usages du marché des actions. Le conseil d'administration devra également approuver les prospectus ayant trait à d'autres situations. L'action en contestation d'une décision prise par le conseil d'administration boursier ou d'un organisme de compensation pourra, selon notre proposition, être portée devant le tribunal de première instance de Stockholm.

Le négoce d'options et de contrats à terme, vente à découvert, etc

La législation actuelle ne comporte pas de dispositions directement applicables aux options, contrats à terme et instruments dits financiers analogues (avec la terminologie que nous avons choisie). La disposition fondamentale de l'actuelle loi sur le marché des valeurs mobilières devrait être étendue à d'autres instruments financiers, c.-à-d. que le négoce et la gestion devront avoir lieu de manière à maintenir la confiance du public et à ne pas hasarder indûment les placements des particuliers. De façon générale d'ailleurs il convient de renforcer la protection du consommateur au niveau des transactions. Le négoce d'options et de contrats à terme standardisés devra toujours, selon notre proposition de loi, faire l'objet d'une compensation auprès d'un organisme de compensation. Celui qui émet une option ou qui achète ou vend un contrat à terme devra constituer une sécurité suffisante pour son engagement. S'agissant d'options et de contrats à terme non standardisés, nous pensons qu'il n'est pas possible d'exiger que leur négoce fasse l'objet d'un clearing auprès d'une chambre de compensation.

Options et contrat à terme standardisés concernant une action ne devront faire l'objet de transactions que si l'action est inscrite auprès d'une Bourse suédoise ou étrangère. Si le titre sous-jacent est constitué par un instrument portant intérêt, le volume des transactions de l'emprunt et l'importance de celui-ci doivent être suffisants. Le négoce d'options ou de contrats à terme sur indice ne pourra avoir lieu que si l'indice est calculé sur des titres tels qu'indiqués ci-dessus.

En Suède, l'entreprise OM, après recommandation de la Commission de contrôle des banques, a exigé jusqu'ici que celui qui délivre une option d'achat ou acquiert une option de vente sur actions ou qui vend des actions à terme doit en principe détenir les actions sous-jacentes lors de la conclusion du contrat, ce qu'on appelle la capacité de livraison. Nous estimons qu'il n'existe pas suffisamment de raisons pour disposer par voie légale en matière de capacité de livraison.

L'actuelle loi sur les agents de change fait interdiction à un agent de change de participer à des transactions à découvert pour son compte propre

ou le compte d'autrui. Par transaction à découvert, il convient d'entendre la vente de titres dont quelqu'un a pris livraison à titre de prêt avec l'obligation d'acquérir et de restituer celui-ci à une date ultérieure. Nous proposons que l'interdiction de la vente à découvert soit abrogée pour les raisons qui ont été résumées plus haut. La vente à découvert toutefois ne devra pas se faire sur des titres trop peu traités. Il importe de même que celui qui prête le titre se voit accorder suffisamment de garanties pour sa restitution.

L'observation de cette loi devra elle aussi être assurée par la Commission de contrôle des banques. Tout comme dans d'autres domaines, nous considérons que la surveillance de la Commission devra s'orienter sur le contrôle a posteriori. Par conséquent, il n'est pas exigé, selon notre proposition, qu'il y ait approbation préalable pour l'introduction sur le marché d'un nouvel instrument financier. S'il devait s'avérer que le négoce d'un nouveau produit est contraire à la norme fondamentale, la Commission devra intervenir pour arrêter ce négoce.

Règles pour les entreprises non inscrites en Bourse à propriété dispersée

Même après la réalisation de nos propositions, il existera un négoce général d'actions et d'obligations convertibles pour un nombre relativement élevé d'entreprises non inscrites en Bourse. Selon ce que nous avons constaté, leur nombre semble se monter actuellement à une centaine. Pour ces entreprises également, l'information doit être circonstanciée et sérieuse. Nous suggérons par conséquent un certain élargissement des règles pour les entreprises dont les actions etc. sont dispersées sur au moins 200 porteurs sans être inscrites en Bourse. Mais il n'est pas exigé qu'un négoce régulier de ces actions ait effectivement lieu.

Lesdites sociétés anonymes devront se voir enjoindre à l'occasion d'offres faites au public de publier des prospectus spéciaux d'émission. Ces prospectus devront être examinés au préalable par la Commission de contrôle des banques. La présente proposition correspond au système proposé au sein de la CEE.

Les sociétés à propriété dispersée devront en outre publier des rapports d'activité partiels, même si ces derniers ne sont pas exigés par les dispositions actuelles de la loi sur les sociétés anonymes. La loi spéciale qui réglemente l'émission d'actions à destination des employés ainsi que les règles que nous proposons ci-dessous au sujet des délits d'initié devront elles aussi s'appliquer à ces sociétés. Certaines des exigences d'information en vigueur pour les entreprises cotées en Bourse devront, à notre avis, être légalisées pour cette catégorie d'entreprises qui n'ont pas, dans ce domaine, de contraintes d'autorégulation. Nous faisons allusion aux exigences de communiqué de clôture des comptes, d'information particulière concernant les décisions et événements importants ainsi que de publicité donnée aux blâmes du rapport des commissaires aux comptes.

La Commission de contrôle des banques devra édicter des directives pour l'application de ces dispositions et exercer un contrôle sur les sociétés pour

que les règles soient respectées. La Commission devra avoir la possibilité d'enjoindre aux sociétés de suivre les dispositions sous peine d'amende civile. En tant qu'autorité de tutelle, la Commission de contrôle des banques devra également se voir accorder le droit de suspendre le négoce des actions d'une société si par exemple des irrégularités ont pu être constatées dans l'information d'un prospectus ou d'un rapport annuel.

Les agents de change

Nous avons noté qu'une série de types nouveaux de services financiers sont désormais offerts sur les marchés. Des courtiers interbancaires (interbank-brokers) agissent comme mandataires des banques et des sociétés de Bourse et effectuent des affaires pour le compte d'autrui mais non en nom propre. Une fonction analogue est exercée par des entreprises qui, vis-à-vis du public, font office de mandataires pour certains agents de change. Depuis quelques années, une entreprise fait l'intermédiation de prêts d'actions. Une activité de teneurs de marché se rencontre dans le négoce d'actions, d'options et de contrats à terme ainsi que de produits des marchés monétaire et obligataire. Se rencontrent en outre concours professionnel aux émissions, activités-conseil, gestion et conservation de titres et autres instruments financiers.

Ces activités ne sont pas réglementées par la législation actuelle. Un projet de directive a été élaboré au sein de la CEE lequel préconise une procédure uniforme d'agrément pour ceux qui effectuent professionnellement sur le marché des valeurs mobilières des service financiers d'un genre déterminé. A notre avis, tous les acteurs qui se livrent à une activité professionnelle capable d'influer sur les intérêts du public dans le cadre du négoce de valeurs mobilières et autres instruments financiers ne devront exercer cette activité qu'après obtention d'une autorisation particulière et être placés sous le contrôle de l'Etat.

Depuis 1983 existe une interdiction à l'encontre des participations étrangères dans les sociétés de Bourse suédoises. Cette interdiction devra être révoquée. Les acquisitions étrangères de sociétés de Bourse suédoises doivent par conséquent tomber sous le contrôle général stipulé par la loi sur les acquisitions d'entreprises et autorisation devra être accordée si l'acquisition n'est pas contraire à un intérêt général suédois essentiel et si les autres conditions sont remplies.

Un des éléments de notre effort visant à maintenir et si possible à renforcer la compétitivité internationale du marché suédois des valeurs mobilières est d'élargir les moyens d'action des teneurs de marché (market-makers), notamment par certaines modifications de la législation. Nous proposons un relèvement substantiel du plafond absolu du stock des valeurs mobilières associé à une série de limitations en vue d'éviter les abus. Notre proposition d'abroger l'actuelle interdiction des ventes à découvert doit également être vue dans cette perspective.

Quelques propositions visent à faire entrer une part aussi grande que

possible du négoce des actions à la Bourse. C'est ainsi qu'un nouveau type d'intervenants, les teneurs de marché, devra pouvoir y être rattachés. Des entreprises étrangères devront elles aussi pouvoir être acceptées comme membres de Bourse, indépendamment du fait qu'elles sont établies en Suède ou non.

Sanctions et décisions de sanction

Selon la législation actuellement en vigueur, la Bourse des valeurs de Stockholm a la possibilité d'appliquer certaines sanctions à des membres de la Bourse et des sociétés cotées en Bourse. Le conseil d'administration de la Bourse peut décider de mettre fin à l'affiliation d'une entreprise si celle-ci a enfreint la loi, d'autres dispositions ou si, de toute autre manière, elle se révèle inadéquate comme membre. Dans les cas de moindre gravité, le conseil d'administration peut se contenter de faire une observation écrite. Il peut décider de radier un titre si la société a enfreint la loi ou violé le contrat d'inscription, enjoindre à la société de procéder à certaines dispositions ou lui adresser un avertissement.

Après examen des avantages et inconvénients de différentes formes de sanctions, nous proposons l'introduction d'une nouvelle alternative, la suspension temporaire d'un membre, qu'il s'agisse de la Bourse ou d'une chambre de compensation. Une telle sanction peut être plus souple dans certains cas que la révocation de l'affiliation.

Les souhaits qui se sont fait jour concernant une application cohérente et efficace des possibilités de sanction des places nous ont donné l'occasion de proposer que le pouvoir de prendre des décisions de sanction par le conseil d'administration de la Bourse soit transféré à un nouvel organe appelé Conseil de discipline, dont les décisions viseront également les autres places. Cela faisant, le travail des conseils d'administration des Bourses pourra se consacrer plus spécifiquement à l'organisation et à la surveillance du négoce ainsi qu'au développement de règles. Les cinq membres du Conseil de discipline devront être nommés par le gouvernement. Les places sont dessaisies des affaires de sanction au profit du Conseil.

Nous avons discuté en outre dans quelle mesure les possibilités offertes aux actionnaires de mener une action en dommages-intérêts contre les administrateurs et dirigeants d'une société anonyme ont besoin d'être améliorées. Un des facteurs qui y met obstacle aujourd'hui semble être le coût du procès et le risque pour l'actionnaire d'avoir à payer également les frais de procédure de la partie adverse. Nous proposons que les Bourses et les organismes de compensation mettent des ressources à la disposition du particulier incapable d'assumer les frais du procès et lorsque la question soulevée est d'intérêt général.

Utilisation d'informations confidentielles

La loi actuellement en vigeur en Suède sur l'utilisation d'informations confidentielles date de 1985 et elle a été remaniée déjà à plusieurs reprises. Au plan international, le travail législatif en la matière a été intensifié. Un projet de directive a été présenté au sein de la CEE concernant l'interdiction d'utiliser des informations confidentielles privilégiées. L'adoption de cette directive est prévue pour 1989. En janvier 1989, le Conseil de l'Europe a adopté une convention sur l'utilisation d'informations privilégiées. Toute une série de pays ont adopté ou modifié cette législation au cours de ces dernières années.

En Suède, la législation sur le délit d'initié est complétée dans de nombreux cas par l'autorégulation en la forme de règles de déontologie. Nous avons fait l'inventaire de la fréquence de ces dernières par une enquête adressée au marché et nous avons constaté que de telles règles sont relativement courantes.

Nous pensons que le domaine d'application de la législation en vigueur est trop étroit. C'est le cas aussi bien des personnes visées par l'interdiction, des catégories de produits que des formes d'information concernées.

Lorsqu'il s'agit de délimiter le groupe de personnes concernées, il y a lieu de considérer entre autres le contenu du projet de directive de la CEE. A notre avis, le cercle des initiés doit comprendre toutes les personnes dont l'emploi, les fonctions ou le mandat leur ont permis d'obtenir des informations sur une circonstance non rendue publique capable d'agir sur les cours. La réglementation devra s'étendre aussi à la personne qui a reçu de telles informations de la part d'un initié et qui n'est pas de bonne foi. Les personnes physiques détentrices d'un lot important d'actions dans les entreprises concernées devront, tout comme maintenant, faire partie du cercle des initiés.

Tous les titres et produits financiers faisant l'objet de placements auprès du public doivent être inclus dans la réglementation élargie. Celle-ci devra s'appliquer à tous les types d'information relatifs à des circonstances non rendues publiques capables d'influencer les cours des valeurs mobilières et autres produits financiers, ainsi les modifications du taux de l'intérêt, les changements de cours des devises ou des perspectives d'activité du marché, et non se limiter, comme maintenant, à la connaissance de la situation d'une certaine société cotée en Bourse.

Notre proposition de nouvelles dispositions de loi revêt une forme générale complétée par des règles de détail dans certains domaines. Une disposition générale peut servir de base à une activité de caractère déontologique dans le commerce et l'industrie, au niveau des organisations et des autorités. Un tel effet est certainement aussi important que l'effet directement préventif induit par des sanctions pénales.

L'expérience suédoise aussi bien qu'étrangère montre que les autorités de contrôle et les ministères publics ont eu de la difficulté à répondre aux exigences de preuve permettant d'établir l'infraction. Nous avons par

conséquent estimé qu'il y a lieu, sur l'exemple des Etats-Unis, de limiter dans le temps les affaires de courte durée réalisées par des personnes qui occupent une position privilégiée en matière d'informations sur la situation de l'entreprise à laquelle elles sont rattachées, ainsi comme administrateur, directeur général ou commissaire aux comptes. Pour les opérations faites par ces catégories de personnes sur les actions de leur propre société dans un laps de temps de six mois, les éventuels bénéfices, selon notre proposition, devront être versés à la société. Que les opérations aient effectivement eu lieu à l'appui de l'information privilégiée ne constitue pas une condition préalable à l'application de la règle.

Nous avons également étudié une proposition qui avait originairement été présentée par la commission d'enquête Fermenta de la Bourse de Stockholm. La diffusion d'informations trompeuses sur une société anonyme constitue un abus de confiance selon le Code pénal, mais il n'existe pas de règles pénales pour les manoeuvres visant à agir sur les cours au niveau même du négoce, c.-à-d. pour la tentative de manipuler l'offre ou la demande des actions sur le marché. Aussi, nous proposons une disposition de loi nouvelle du Code pénal concernant les agissements indus sur les cours. Cette règle pénale devra englober l'ensemble du négoce des valeurs mobilières et autres instruments financiers.

Formes et contenu de la déontologie boursière

Le terme de déontologie boursière revêt dans notre travail une signification relativement large, à savoir le système de normes écrites et non écrites qui, parallèlement à la légistaltion, influe ou devrait influer sur le comportement des différentes parties en présence sur le marché des valeurs mobilières, c.-à-d. investisseurs, émetteurs de titres, agents de change et autres intermédiaires en titres, conseillers, etc.

Nous avons passé en revue le débat qui, dans ce domaine, a été mené en Suède au cours des annés 80 ainsi que la situation existant dans quelques pays d'interêt particulier et au sein de la Communauté. Nous avons examiné également l'activité déontologique qui se poursuit dans le cadre de la Commission de contrôle des banques, de la Bourse de Stockholm et de différentes organisations privées suédoises représentant des partenaires du marché, le Conseil du marché des valeurs mobilières, le Comité boursier du commerce et de l'industrie, l'Association suédoise des agents de change et l'Association des analystes financiers de Suède.

Nous donnons certaines lignes générales en vue du futur travail sur ces questions. En resumé, nous considérons qu'en matière d'autorégulation, l'activité des organisations privées représente une composante importante et nécessaire du développement d'une réglementation efficace et digne de confiance sur le marché des valeurs. Autorégulation et législation répondent à des besoins differents et doivent par conséquent être développées solidairement et non être vues comme exclusives l'une de l'autre.

En ce qui concerne la Commission de contrôle des banques, nous atta-

chons une grande importance à son rôle d'organe de surveillance s'agissant également de la déontologie du marché. Nous pensons qu'il importe que la Commission de contrôle des banques contribue activement à l'instauration d'une conduite autorégulatrice lorsque celle-ci s'avère nécessaire. Faute de quoi, il appartiendra à la Commission de peser sur le développement en énonçant des recommendations ou, en cas de besoin, de soumettre au gouvernement de procéder par la voie législative.

La division du travail qui s'est instaurée entre la Commission de contrôle des banques et le conseil d'administration de la Bourse est selon nous conforme aux objectifs visés et doit être conservée. La fonction de surveillance et l'activité déontologique de la direction de la Bourse doivent donc viser pour l'essentiel les societés émettrices cotées en Bourse tandis que la Commission de contrôle des banques devra se concentrer sur le négoce des valeurs ainsi que, à l'avenir – par suite de nos propositions dans divers domaines – sur les autres intermédiaires et les sociétés non cotées en Bourse dont les actions sont dispersées au sein du public.

S'agissant du contenu matériel de la déontologie boursière, notre travail se limite à quelques questions capitales. Une telle question est l'obligation d'offre. Cela veut dire que celui qui acquiert plus d'une certaine part des actions (du nombre des voix) d'une société cotée en Bourse devra offrir à l'ensemble des actionnaires de cette société de lui vendre leurs actions au même prix. En examinant toutes les faces de la question, nous avons trouvé que des raisons prédominantes plaident contre l'adoption d'une obligation d'offre légale en Suède. Il convient toutefois de suivre attentivement le développement dans la CEE car il semble qu'une directive allant dans ce sens va y être adoptée.

Au chapitre de la transparence de l'information sur la propriété des sociétés cotées et autres, nous abordons notamment certaines questions sur les registres d'actions publics tenus par la Centrale d'enregistrement des valeurs mobilières (Värdepapperscentralen VPC AB) et sur la signalisation d'importants changements au niveau de la propriété. Certaines questions matérielles de moindre importance sont renvoyées à la révision de la loi sur les sociétés anonymes prévue par le ministère de la Justice.

Négoce transfrontière de valeurs mobilières

Nous constatons que des services financiers de différentes sortes sont désormais effectués à un degré croissant d'un pays à l'autre. Ils le sont avec ou sans établissement propre dans le pays destinataire. A cela s'ajoutent les souhaits exprimés en Suède de permettre à un plus grand nombre d'intervenants étrangers d'avoir accès au marché suédois des valeurs mobilières. Le développement ouvre de nouvelles perspectives à la réglementation et au contrôle nationaux. Il doit être guidé par la même exigence fondamentale de conditions de marché saines que ce qui vaut pour les intervenants autochtones. Nous avons cherché en outre à intégrer dans toute la mesure du possible la réglementation et le contrôle des activités transfrontières dans les ensembles réglementaires et institutionnels existants.

Une question importante sur le plan du principe est celle des systèmes informatisés étrangers qui s'adressent directement aux agents de change et autres intermédiaires en Suède sans passer par une place suédoise. La Commission de contrôle des banques devrait être en mesure d'interdire aux différents intermédiaires suédois de se rattacher à un système étranger considéré comme inopportun.

L'introduction de systèmes commerciaux électroniques permet de prendre part au négoce boursier par l'intermédiaire de terminaux installés dans des établissements implantés dans d'autres pays. Il pourra être demandé à l'avenir que les commettants se constituent aussi membres de la Bourse de Stockholm, c.-à-d. qu'ils se rattachent au réseau SAX. Pour le marché suédois des valeurs mobilières, il y a lieu de considérer favorablement les dispositions qui accroissent la possibilité de regrouper le négoce sur les places suédoises. Une des conditions en est évidemment de pouvoir maintenir un commerce sain. C'est à la Commission de contrôle des banques qu'il appartiendra d'apprécier les qualifications générales de l'entreprise. Le conseil d'administration de la Bourse décidera ensuite si elle peut être acceptée comme membre de Bourse. Ce devra être le cas si dans son pays d'origine, l'entreprise est en droit de s'affilier à une Bourse ou une chambre de compensation. Si l'entreprise étrangère enfreint une loi ou une disposition suédoise ou de toute autre manière s'avère inadéquate comme membre de Bourse, le Conseil de discipline – après requête du conseil d'administration de la Bourse – devra pouvoir décider de sa radiation, exactement comme pour les membres de Bourse suédois.

Il y a lieu de supposer que la procédure correspondante pourra s'appliquer à un agent de change suédois membre d'une Bourse étrangère sans être établi dans le pays. En d'autres mots, la requête sera examinée par la direction de la Bourse et éventuellement l'autorité de contrôle du pays-hôte considéré. Nous ne voyons pas la necessité d'un examen de la part de la Commission suédoise de contrôle des banques.

Des valeurs mobilières suédoises pourront se trouver en situation de devenir les supports d'un négoce de produits dérivés à l'étranger. Législation et autorités suédoises ne pourront vraisemblablement pas empêcher ni influer sur un tel négoce. De même, les émetteurs concernés en Suède ne semblent pas non plus être en mesure de s'y opposer. Par contre, on peut s'attendre à ce que l'autorité de contrôle du pays dans lequel le négoce est appelé à avoir lieu voudra exprimer son point de vue quant aux titres suédois qu'elle estime indiqués et sur la manière d'organiser leur négoce. Des valeurs étrangères pourront elles aussi devenir les supports de produits dérivés régulièrement échangés en Suède. Dans ce contexte, la Commission de contrôle des banques pourra veiller à ce que les options et les contrats à terme négociés obéissent aux normes requises.

Des plans de coopération poussée ont existé entre une Bourse d'options suédoise et une Bourse d'options étrangère (plus précisément entre SOFE, place suédoise ayant par la suite cessé ses activités et la Bourse d'options European Options Exchange – EOE – d'Amsterdam) avec une importante

position minoritaire étrangère dans l'entreprise suédoise. Il y a par conséquent lieu d'aborder quelque peu si et à quelles conditions une participation étrangère peut être autorisée dans une société anonyme suédoise ayant reçu concession de se livrer à des activités boursières. Tout comme les sociétés de Bourse suédoises, la question de la participation étrangère doit relever du contrôle des acquisitions tel que le stipule d'une façon générale la loi sur les acquisitions d'entreprises et autorisation sera accordée si l'acquisition n'est pas contraire à un intérêt général essentiel et que les autres conditions se trouvent remplies.

En ce qui concerne la situation inverse, c.-à-d. les établissements de banquiers et de sociétés de Bourse suédoises à l'étranger, nous estimons qu'il y a lieu, du moins jusqu'à nouvel ordre, de maintenir l'exigence d'une autorisation suédoise. Car c'est seulement alors que le contrôle que permet l'agrément du pays d'origine (du siège de la société) a des chances d'être efficace. Mais le principe du contrôle du pays d'origine ne doit pas être exclusif du pouvoir pour la Commission de contrôle des banques d'exercer une certaine supervision sur l'activité des entreprises étrangères en Suède et, de façon correspondante, de l'autorité de contrôle d'un pays étranger sur une filiale suédoise dans ce pays. Si l'autorisation d'opérer en Bourse devait être retirée à une firme suédoise, ses activités dans le pays étranger devront cesser également.

Une question en partie différente est celle des services de courtage etc. offerts sans implantation propre dans le pays où se trouve le client ou la place de marché, c.-à-d. de services mis à la disposition de la clientèle par la voie téléphonique ou informatique. A notre avis, le principe de l'agrément et du contrôle du pays d'origine devront pouvoir s'appliquer également à ces cas. Attendu que la question de l'autorisation par les autorités suédoises ne se pose pas, il y aurait lieu d'édicter une obligation de déclaration. A cet égard, la Commission de contrôle des banques devra considérer si le pays d'origine de celui qui offre professionnellement des services de courtage etc. sur le marché suédois possède des règles acceptables en matière d'agrément et de contrôle et si, ce faisant, l'agrément du pays d'origine pourra être admis en Suède. En l'absence d'un agrément acceptable, les activités de courtage de caractère professionnel à destination du marché suédois devront être interdites, indépendamment du lieu d'établissement. Et dans ce cas, des intermédiaires agréés suédois devront eux aussi se voir interdire d'y participer. L'interdiction pourra être complétée par un dispositif selon lequel l'autorité de tutelle d'un registre public d'intermédiaires étrangers réputés enfreindre l'interdiction et qui ont refusé de se conformer à l'injonction de la Commission met ceux-ci en demeure d'avoir à cesser toute activité.

L'élimination de la réglementation des changes accroîtra très certainement le volume des émissions étrangères en Suède. Il est probable que de telles offres continueront de se pratiquer par le recours à un agent de change en vue de leur cotation en Bourse. On ne peut toutefois exclure que d'autres entreprises étrangères voudront placer des actions sur le marché suédois.

L'offre d'actions étrangères à un cercle plus large d'épargnants et d'investisseurs suédois sans recherche de cotation en Suède doit, à notre avis, faire l'objet en principe des mêmes exigences de prospectus puis d'informations régulières que ce qui est le cas pour les entreprises suédoises correspondantes. Les dispositions que nous avons proposées pour ces dernières devront par conséquent s'appliquer aussi aux entreprises étrangères. L'autorité de contrôle suédoise devra informer le marché suédois quelles entreprises étrangères dérogent aux règles d'information suédoises.

On peut s'attendre, pour la plupart des situations mentionnées, à un besoin accru de contacts et d'échange d'informations entre l'autorité de contrôle suédoise et ses équivalents des autres pays.

Attributions et ressources de la Commission de contrôle des banques

La Commission de contrôle des banques sera confrontée à une foule d'attributions nouvelles et le caractère de ses activités changera dans un certain nombre de domaines où elle les exerce aujourd'hui. La Commission devra par conséquent se voir doter de ressources nettement accrues. Une révision de son organisation pourra elle aussi se révéler nécessaire.

Författningsförslag

1 Förslag till Lag om börs- och clearingverksamhet

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelse

1 § Denna lag innehåller bestämmelser om börs- och clearingverksamhet som avser fondpapper och andra finansiella instrument.

Definitioner

2 § I denna lag förstås med

1. börsverksamhet: att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurs beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat liknande sätt sammanförs och att på grundval härav information ges om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel, allt under förutsättning att verksamheten inte endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten,
2. börs: den som driver börsverksamhet enligt 1,
3. clearingverksamhet: att i options- eller terminsavtal eller annat liknande avtalsförhållande inträda som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren eller på annat liknande sätt garantera fullgörandet av avtalet,
4. clearingorganisation: den som bedriver clearingverksamhet enligt 3,
5. börsmedlem: den som är medlem av Stockholms fondbörs eller ansluten till annan börs,
6. clearingmedlem: den som är ansluten till en clearingorganisation,
7. fondpapper: aktie eller annan delägarrätt i en juridisk person, obligation eller annan fordringsrätt som utgivits av en juridisk person eller av staten för allmän omsättning samt andel i aktiefond,
8. finansiellt instrument: fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden,
9. option: ett avtal, som för den ena parten (innehavaren) mot vederlag (premie) medför en rätt att, till en i avtalet bestämd kurs eller ränta, köpa (köpoption) eller sälja (säljoption) fondpapper eller andra finansiella instrument eller valutor eller råvaror eller andra tillgångar eller en rätt att i framtiden få betalning, som räknas ut på grundval av ändringar i ett index som beskriver prisutvecklingen för de tillgångar indexet baseras på eller

annat liknande värde och som för den andre parten (utfärdaren) medför en skyldighet att på anfordran fullgöra vad han åtagit sig enligt avtalet,

10. termin: ett avtal om köp av fondpapper eller andra finansiella instrument eller valutor eller råvaror eller andra tillgångar vid en vid avtalstillfället bestämd framtida tidpunkt och till en vid samma tillfälle bestämd kurs eller ränta eller ett motsvarande avtal som ömsesidigt berättigar till betalning som räknas ut på grundval av ändringar i ett index som beskriver prisutvecklingen för de tillgångar indexet baseras på eller annat liknande värde.

Tillstånd

3 § Börs- och clearingverksamhet får endast drivas av Stockholms fondbörs eller av annan som erhållit tillstånd därtill av regeringen.

Tillstånd enligt första stycket får meddelas svenskt aktiebolag och svensk ekonomisk förening.

För en börs eller en clearingorganisation som erhållit tillstånd enligt första stycket gäller vad som är föreskrivet om aktiebolag eller ekonomiska föreningar i allmänhet, om inte annat följer av denna lag.

4 § Tillstånd för ett aktiebolag eller en ekonomisk förening att driva börs- eller clearingverksamhet får meddelas endast om

1. bolagsordningen eller stadgarna ej strider mot denna lag eller annan författning,
2. företaget ej är olämpligt att driva sådan verksamhet,
3. verksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna samt
4. företaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

För tillstånd krävs utöver vad som sägs i första stycket att det på goda grunder kan antas att bolaget eller föreningen i sin verksamhet kommer att upprätthålla grundläggande förutsättningar för börs- och clearingverksamhet, nämligen

neutralitet i det att börs- eller clearingmedlemmar behandlas lika såväl i handeln som i andra hänseenden,

fritt tillträde i det att var och en som uppfyller uppställda krav får bli börsmedlem eller clearingmedlem,

god genomlysning i det att börs- eller clearingmedlemmar ges en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten bereds tillfälle att ta del av information om marknadsläget samt

låga avgifter i det att kostnaderna hålls nere och avgiften inte ger mer än en skälig avkastning på eget kapital.

5 § Ansökan om tillstånd får göras innan bolaget eller föreningen har registrerats. Har sådan ansökan gjorts av ett aktiebolag inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 kap 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från tillståndsbeslutet. Har sådan ansökan i stället gjorts av en ekonomisk förening inom sex månader från det att beslut om att bilda föreningen fattats, räknas den i 2

kap 3 § första stycket lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar föreskrivna tiden från tillståndsbeslutet.

6 § Tillstånd enligt 3 § för ett aktiebolag får ges endast om aktiekapitalet uppgår till minst tio miljoner kronor om fråga är om börsverksamhet och till minst tjugofem miljoner kronor om fråga är om clearingverksamhet.

Tillstånd enligt 3 § för en ekonomisk förening får ges endast om summan av gjorda medlemsinsatser och förlagsinsatser uppgår till minst tio miljoner kronor om fråga är om börsverksamhet och till minst tjugofem miljoner kronor om fråga är om clearingverksamhet.

Drivs börs- och clearingverksamhet inom samma bolag eller förening skall aktiekapitalet eller gjorda insatser uppgå till minst trettiofem miljoner kronor.

7 § I en börs eller en clearingorganisation som drivs som aktiebolag får en aktieägare inneha aktier motsvarande högst tjugo procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Dessutom skall fördelningen av ägandet även i övrigt framstå som lämplig.

I en börs eller en clearingorganisation som drivs som ekonomisk förening får en medlem inneha högst så många andelar som svarar mot tjugo procent av det totala andelstalet eller röstetalet för samtliga andelar i föreningen. Dessutom skall fördelningen av ägandet även i övrigt framstå som lämplig.

Om särskilda skäl föreligger får regeringen eller, sedan tillstånd givits, efter regeringens bemyndigande bankinspektionen medge att en aktieägare innehar en större andel eller ett större röstetal än som sägs i första stycket eller att en medlem innehar fler andelar eller fler röster än som sägs i andra stycket.

8 § Regeringen godkänner börsens och clearingorganisationens bolagsordning eller stadgar i samband med att tillstånd meddelas enligt 3 §.

Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen skall godkänna beslut om ändring i bolagsordningen eller stadgarna. Ändringen får ej registreras innan godkännande lämnats.

9 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall ha minst fem ledamöter. Styrelsen skall förvalta företagets angelägenheter i enlighet med vad som föreskrivs i denna lag.

Styrelsen väljs av bolags- eller föreningsstämman eller på annat sätt som sägs i aktiebolagslagen (1975:1385) eller lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar. Regeringen får dock utse högst två ledamöter i styrelsen (offentliga styrelseledamöter) med uppgift att särskilt verka för att samhällets intressen beaktas i verksamheten.

10 § Inom styrelsen skall en av ledamöterna vara ordförande. Val av styrelsens ordförande förrättas på sätt som sägs i 8 kap 8 § aktiebolagslagen

(1975:1385) eller 6 kap 8 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar. Den som är anställd av börsen eller clearingorganisationen får inte vara ordförande.

Valet av ordförande skall utan dröjsmål underställas regeringen för godkännande. Regeringen skall godkänna valet, om den valde kan förväntas verka för att såväl börsens eller clearingorganisationens som samhällets intressen beaktas i verksamheten. Om valet inte godkänns, skall regeringen i stället utse en annan ledamot av styrelsen till ordförande.

Regeringens godkännande enligt andra stycket gäller tills vidare. Vid omval av en ordförande som har godkänts av regeringen krävs inte ny underställning. Regeringen får återkalla sitt godkännande, om ordföranden inte längre uppfyller de villkor för godkännande som anges i andra stycket. Om regeringen utsett ordföranden får uppdraget återkallas när som helst. Om ett godkännande har återkallats skall nyval förrättas enligt första stycket. Detsamma gäller om ett uppdrag upphört av annan orsak.

Intill dess att valet av ordförande har prövats av regeringen, skall den enligt första stycket utsedde ledamoten vara ordförande.

11 § Aktiebolag och ekonomisk förening som erhållit tillstånd att driva verksamhet enligt denna lag skall i sin firma använda ordet börs eller clearing eller avledning därav eller utländsk form av ordet börs. Med undantag av Stockholms fondbörs får annan inte i sin firma eller i övrigt vid beteckning av verksamhet på värdepappersmarknaden använda något av angivna uttryck.

Stockholms fondbörs organisation och förvaltning

12 § För Stockholms fondbörs skall finnas en styrelse, som leder verksamheten och förvaltar fondbörsens angelägenheter. Den dagliga ledningen och förvaltningen av fondbörsen handhas av en börschef.

13 § Börsstyrelsen skall bestå av nio ledamöter. Börschefen skall vara ledamot av styrelsen. Fyra ledamöter, däribland ordföranden och vice ordföranden, utses av regeringen, en ledamot av Svenska handelskammareförbundet och Sveriges industriförbund gemensamt, två ledamöter av medlemmarna av fondbörsen samt en ledamot av en organisation som tillvaratar de enskilda aktiespararnas intressen. Regeringen utser den eller de organisationer som skall välja sistnämnd ledamot. Finnes ej sådan organisation vid den tidpunkt då val skall ske utses ledamoten av regeringen.

För ledamöterna skall finnas tre suppleanter. Som suppleant för börschefen fungerar hans ställföreträdare. I övrigt utses en suppleant av regeringen och en suppleant av de tre övriga intressegrupper som anges i första stycket. Har ledamot utsetts på sätt som sägs i första stycket sista meningen deltar ledamoten vid valet av suppleant i stället för organisation som tillvaratar aktiespararnas intressen. Som suppleant för ledamot utsedd av regeringen inträder den som regeringen utsett och som suppleant för ledamot utsedd av

övriga intressegrupper inträder den som dessa gemensamt utsett.

Sker ej val enligt första eller andra stycket utser regeringen ledamot eller suppleant som skulle ha utsetts genom sådant val.

Börsstyrelsens ledamöter och suppleanter för dem utses för tre kalenderår. Avgår någon i förtid, utses efterträdare för återstående tid. Vad nu sagts gäller ej börschefen och hans ställföreträdare.

Regeringen bestämmer arvoden för ledamöter och suppleanter.

14 § Börsstyrelsen tillsätter och entledigar börschefen samt utser och entledigar ställföreträdare för honom.

Beslut om tillsättande och entledigande av börschef samt ställföreträdare för honom skall ha biträtts av minst sex ledamöter.

15 § Börsstyrelsen kan uppdra åt ordföranden och börschefen att gemensamt, var för sig eller i förening med en eller flera av styrelsens ledamöter avgöra ärende eller grupp av ärenden, som ej är av sådan vikt att prövningen bör ankomma på styrelsen, samt fatta beslut i fråga som ej tål uppskov.

16 § Börsstyrelsen är beslutför med ordförande och minst fyra andra ledamöter.

Beslut fattas med enkel röstövervikt, om ej annat följer av 14 eller 35 §. Vid lika röstetal gäller den mening som ordföranden biträder.

17 § Bestämmelserna om jäv i 11 och 12 §§ förvaltningslagen (1986:223) skall tillämpas i fråga om ledamöterna av börsstyrelsen.

18 § För granskning av fondbörsens räkenskaper samt börsstyrelsens och börschefens förvaltning skall finnas två revisorer. Bankinspektionen utser den ene revisorn, som skall vara auktoriserad, och medlemmarna av fondbörsen den andre. Revisorernas uppdrag gäller ett kalenderår.

För varje revisor skall utses en suppleant. Vad som sägs i första stycket om revisor skall gälla även suppleant för honom.

Börs- och clearingmedlem samt börs- och clearingombud

19 § Till börsmedlem eller clearingmedlem får om inte annat följer av andra stycket antas endast den som enligt fondkommissionslagen (1990:000) har tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse och i övrigt är lämplig som börs- eller clearingmedlem.

Efter regeringens eller enligt regeringens bemyndigande bankinspektionens godkännande får till börs- eller clearingmedlem antas utländskt företag som enligt lagen i det land där styrelsen har sitt säte äger rätt att i det landet ansluta sig till en börs eller en clearingorganisation och som i övrigt är lämpligt som börs- eller clearingmedlem.

Ansökan om medlemskap prövas av styrelsen för börsen eller clearingorganisationen.

20 § Ett aktiebolag eller ett bankinstitut som enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) erhållit tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse får ansluta sig till en utländsk officiell börs eller en utländsk officiell clearingorganisation efter godkännande av regeringen eller efter regeringens bemyndigande av bankinspektionen.

21 § Återkallas börs- eller clearingmedlems tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse, upphör medlemskapet.

Återkallas börs- eller clearingmedlems rätt till anslutning som avses i 19 § andra stycket upphör medlemsskapet.

22 § Som ombud för börsmedlem (börsombud) eller clearingmedlem (clearingombud) får godkännas endast den som är fast anställd hos medlemmen eller hos ett värdepappersförmedlarbolag och i övrigt är lämplig för uppdraget.

Börsens eller clearingorganisationens styrelse bestämmer antalet börsombud eller clearingombud för varje medlem.

Ansökan om godkännande skall göras av börs- eller clearingmedlemmen och prövas av styrelsen för börsen eller clearingorganisationen.

23 § Upphör en börs- eller clearingmedlems medlemskap förfaller samtidigt godkännande för medlemmens ombud. Upphör ett ombuds anställning hos den medlem som har ansökt om hans godkännande, förfaller detta godkännande. Är ombudet anställd hos ett värdepappersförmedlarbolag och upphör anställningen där eller återkallar börs- eller clearingmedlemmen hans fullmakt att företräda medlemmen som börs- eller clearingombud förfaller hans godkännande som ombud.

En börs- eller clearingmedlem skall omedelbart anmäla till börsen eller clearingorganisationen när ett börs- eller clearingombuds anställning har upphört eller när ett förut anmält förhållande annars har ändrats. Samma anmälningsskyldighet gäller för ett värdepappersförmedlarbolag som har någon anställd som uppträder som börs- eller clearingombud.

24 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation får ej meddela beslut utan att sökanden eller annan som berörs av beslutet har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om beslutet avser

1. avslag på ansökan om medlemskap,
2. upphörande av medlemskap utan ansökan,
3. tillfällig avstängning av medlem,
4. avslag på ansökan om godkännande som ombud,
5. återkallelse av godkännande som ombud,
6. tillfällig avstängning av ombud.

Styrelsen får dock meddela beslut utan att åtgärd enligt första stycket har vidtagits, om åtgärden är uppenbart obehövlig eller om beslutet ej kan uppskjutas.

25 § Börs- eller clearingmedlem eller börs- eller clearingombud skall lämna styrelsen för börsen eller clearingorganisationen de upplysningar som styrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag eller annan författning.

Börsens verksamhet

26 § Handel och information om marknadsläget vid en börs får ej avse andra fondpapper än sådana som är inregistrerade vid börsen.

Handel och information om marknadsläget vid en börs som avser andra finansiella instrument än fondpapper får förekomma först efter beslut av styrelsen för börsen.

27 § Beslut om inregistrering av fondpapper meddelas av styrelsen för börsen efter skriftlig ansökan av utgivaren, om inte annat följer av 39 §. Beslutet skall meddelas snarast och senast sex månader efter det att ansökningen inkom till börsen eller, om ansökningen kompletteras, senast sex månader efter det att kompletteringen inkom till börsen. Meddelas inte beslut inom angiven tid skall det anses som om ansökningen lämnats utan bifall.

28 § Vid prövning av fråga om inregistrering av fondpapper skall hänsyn tas till utgivarens eller, om annan har trätt i hans ställe, dennes ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för det fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig börshandel. För inregistrering skall vidare krävas en skriftlig utfästelse av utgivaren eller den som har trätt i hans ställe att fortlöpande hålla börsen informerad om verksamheten och att offentliggöra upplysningar om verksamheten.

Ansökan om inregistrering får ej avslås utan att sökanden har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om ej åtgärden är uppenbart obehövlig eller beslutet ej kan uppskjutas.

29 § Om särskilda skäl föreligger får regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen meddela föreskrifter om skyldighet för utgivare av fondpapper eller den som trätt i hans ställe att lämna information om verksamheten.

30 § Handel vid en börs får ske endast genom börsombud.

31 § Marknadsläget för ett fondpapper eller ett annat finansiellt instrument framgår av de köpanbud, säljanbud och betalkurser som förekommer på eller som rapporteras till börsen. Information om marknadsläget och omsättningsuppgifter offentliggörs omedelbart.

32 § En börsmedlem skall i den ordning och omfattning som styrelsen för börsen bestämmer omedelbart till börsen anmäla alla avslut som medlemmen vid eller utanför börsen har gjort för egen eller någon annans räkning i fondpapper och andra finansiella instrument, som är föremål för handel på börsen.

Styrelsen för börsen bestämmer hur sådana anmälningar skall offentliggöras. Därvid får utelämnas anmälningar som skulle vara missvisande eller utan väsentlig betydelse för en bedömning av marknadsläget.

Första och andra styckena gäller också avslut som gjorts av ett fondkommissions- eller marknadsgarantbolag som inte är börsmedlem eller av annat aktiebolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd att driva rörelse enligt fondkommissionslagen (1990:000).

Av anmälan som anges i första stycket skall framgå om avtalet rör sådan försäljning eller sådant förvärv som anges 2 § 5 lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument.

33 § Styrelsen för en börs skall följa kursbildningen vid börsen och se till att handeln sker under förhållanden som överensstämmer med denna lag och annan författning samt med god affärssed.

34 § Den som har utgivit fondpapper, vilket har inregistrerats vid börsen, eller annan som har trätt i utgivarens ställe skall lämna styrelsen för börsen de upplysningar som styrelsen anser behövliga för att den skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt denna lag och annan författning.

35 § Styrelsen för en börs får besluta om avregistrering av fondpapper, om marknadsförhållandena eller annan liknande omständighet föranleder det och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Börsstyrelsen kan även i sådant fall förelägga utgivaren av ett fondpapper eller den som trätt i hans ställe att vidta viss åtgärd. Därvid får börsstyrelsen i beslutet ange att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske. Beslut om avregistrering eller föreläggande skall omedelbart offentliggöras.

Beslut om avregistrering av fondpapper utan ansökan av utgivaren eller av den som har trätt i hans ställe och om föreläggande skall ha biträtts av minst två tredjedelar av styrelsens ledamöter.

Avregistrering enligt andra stycket eller föreläggande får ej beslutas utan att utgivaren eller den som har trätt i hans ställe har beretts tillfälle att yttra sig över det som har tillförts ärendet genom annan än honom själv, om ej åtgärden är uppenbart obehövlig eller beslutet ej kan uppskjutas.

Om avregistrering och föreläggande i disciplinärende meddelas föreskrifter i 75 §.

Närmare föreskrifter om inregistrering av fondpapper

36 § Annan utgivare av fondpapper än staten skall i samband med ansökan om inregistrering offentliggöra en särskild redogörelse för sina förhållanden (introduktionsprospekt). Om särskilda skäl föreligger och förhållandena inte är sådana som sägs i andra stycket får styrelsen för börsen medge undantag från denna skyldighet. Introduktionsprospektet skall innehålla de uppgifter som skall anges i ett emissionsprospekt enligt 4 kap. 20–22 och 24 §§ aktiebolagslagen (1975:1385), om inte annat följer av andra stycket eller styrelsen för börsen bestämmer annat.

Sker en emission av fondpapper eller ämnar en aktieägare sälja fondpapper under former som innebär att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618) i samband med en ansökan om inregistrering skall introduktionsprospektet dessutom innehålla en presentation av underlaget för kursens bestämmande samt uppgift om efter vilka principer fördelningen av fondpapperen sker.

Ett introduktionsprospekt samt däri ingående revisionsberättelse får inte offentliggöras förrän de blivit godkända av styrelsen för den börs där inregistrering söks.

Sker emission eller utförsäljning av fondpapper enligt andra stycket får styrelsen för börsen godkänna introduktionsprospektet endast om underlaget för kursens bestämmande är sådant att investerarna kan göra en tillfredsställande bedömning av erbjudandet och om de principer som gäller för fördelningen av fondpapperen överensstämmer med god sed på värdepappersmarknaden.

Om godkännande av emissionsprospekt i visst fall meddelas föreskrifter i 45 §.

37 § Ansökan om inregistrering av aktier görs av styrelsen för det bolag vars aktier inregistreringen avser.

I fråga om aktier i svenska aktiebolag skall till ansökan fogas

1. bolagsordningen,
2. bevis att aktiekapitalet till fullo har betalats in,
3. uppgifter om aktiernas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten samt en redogörelse för ägarförhållandena i fråga om bolagets aktier,
4. uppgifter om antalet fria aktier om bolaget utfärdat sådana aktier,
5. årsredovisningar och revisionsberättelser för de tre senaste räkenskapsåren, emissionsprospekt som har givits ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen.

Andra stycket 4 gäller inte i fråga om aktier i bolag som inte är avstämningsbolag som avses i 3 kap. 8 § aktiebolagslagen (1975:1385). Ett sådant bolag skall lämna uppgifter om aktienummer och aktiernas fördelning på aktiebrev, nummer eller årtal för närmast förfallande kupong

och, om bolaget har utfärdat fria aktier, särskild uppgift om numren på dessa.

Om det finns särskilda skäl, får inregistrering ske även om sådana handlingar som avses i andra stycket 5 kan företes endast för färre än tre räkenskapsår.

38 § För inregistrering av aktier i utländska bolag gäller vad som föreskrivs för aktier i svenska bolag. Bestämmelserna i 37 § gäller dock endast i tillämpliga delar.

39 § Har aktierna i ett bolag inregistrerats vid en börs och ökas därefter aktiekapitalet, får styrelsen för börsen utan ansökan besluta om inregistrering av de aktier som svarar mot ökningen.

Om det finns särskilda skäl, får aktier inregistreras vid en börs utan ansökan även i andra fall än som anges i första stycket. Sådana beslut får ej meddelas innan den som har givit ut aktierna eller den som har trätt i hans ställe har beretts tillfälle att yttra sig.

40 § Sådana emissionsbevis som grundas på innehav av inregistrerade aktier anses som inregistrerade, om styrelsen för börsen inte bestämmer annat. Detsamma gäller sådana interimsbevis enligt 3 kap. 5 § aktiebolagslagen (1975:1385) som utfärdas i samband med konvertering enligt 5 kap. samma lag.

41 § Ansökan om inregistrering av andelar i en aktiefond görs av styrelsen för det fondbolag som förvaltar aktiefonden.

Till ansökan skall fogas

1. tillstånd av bankinspektionen att utöva aktiefondsverksamheten,
2. fondbestämmelserna,
3. uppgifter om fondandelarnas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten
4. kvartalsredogörelser, årsrapporter och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren.

I fråga om aktiefond, för vilken inte förs register över fondandelarna skall utöver vad som sägs i andra stycket 1–4 till ansökningen även fogas uppgifter om fondandelarnas fördelning på fondandelsbevis vid tiden för ansökningen och om nummer eller årtal för närmast förfallande kupong för fondandelsbevis med utdelningskuponger.

Om det finns särskilda skäl, får inregistrering ske även om sådana handlingar som avses i andra stycket 4 kan företes för endast ett räkenskapsår.

42 § Ansökan om inregistrering av obligationer görs av den som har givit ut obligationerna eller den som har trätt i utgivarens ställe. Sådan ansökan kan även göras av en börsmedlem.

Till ansökan skall fogas

1. emissionsprospekt som har givits ut med anledning av lånet,
2. uppgift om totalbeloppet av de obligationer som ansökan gäller,
3. uppgift om obligationernas spridning på marknaden.

Om en ansökan avser obligationer som har givits ut av ett bolag vars aktier inte är inregistrerade vid börsen, skall till ansökan fogas bolagsordningen och, om styrelsen för börsen inte finner särskilda omständigheter föranleda annat, årsredovisningar och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren, sådana prospekt om emission av aktier och obligationer som bolaget har givit ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen.

Bestämmelserna i denna paragraf gäller i tillämpliga delar även för andra fondpapper än som anges i första stycket eller i 37–41 §§ om dessa är avsedda för allmän omsättning.

43 § Inregistrering vid en börs får med undantag av vad som sägs i 44 § ej ske av

1. aktier i bolag vars samtliga aktier har ett marknadsvärde understigande tio miljoner kronor eller, om marknadsvärdet av aktierna inte kan uppskattas, vars balansomslutning för det senaste räkenskapsåret understiger tio miljoner kronor,
2. aktier tillhörande emission som inte har blivit helt inbetald,
3. andelar i aktiefond, om aktiefondens värde är under fyra miljoner kronor,
4. obligationer eller andra fordringsrätter om det nominella beloppet av det lån eller den del av lånet som inregistreringen avser understiger tio miljoner kronor,
5. obligationer eller andra fordringsrätter om de som är ansvariga för det lån fondpapperen avser inte har fullgjort sina förpliktelser i fråga om fondpapperen,
6. konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, optionsrätt till nyteckning utan samband med skuldebrev (teckningsoption) eller vinstandelsbevis som har givits ut av aktiebolag, vars aktier inte är registrerade vid börsen,
7. fondpapper vars utgivare eller den som trätt i hans ställe har inställt sina betalningar, försatts i konkurs eller trätt i likvidation,
8. fondpapper för vilka introduktionsprospekt utfärdats men ej godkänts av styrelsen för börsen,
9. aktier som är spridda till allmänheten i mindre omfattning än som motsvarar 25 procent av det tecknade aktiekapitalet för samtliga aktier av samma slag.

Om de fondpapper som avses i första stycket 1, 3 och 4 lyder på utländskt myntslag, skall valutan omräknas till svenska kronor enligt växelkursen vid den tid då frågan om inregistrering avgörs.

44 § Om särskilda skäl föreligger får inregistrering av fondpapper ske vid en börs oaktat de krav som ställts upp i 43 § första stycket 1 eller 9 inte uppfyllts.

Godkännande av emissionsprospekt i visst fall

45 § Ämnar en aktieägare sälja fondpapper som är inregistrerade vid en börs under former som innebär att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618) skall styrelsen för den börs där fondpapperen är inregistrerade godkänna prospektet.

Godkännande som avses i första stycket får lämnas endast om emissionsprospektet innehåller ett underlag för kursens bestämmande och detta är sådant att investerarna kan göra en tillfredsställande bedömning av erbjudandet och om det i prospektet anges de principer som skall gälla för fördelningen av fondpapperen och dessa principer överensstämmer med god sed på värdepappersmarknaden.

Grundfond

46 § Av Stockholms fondbörs kapital skall en miljon kronor avsättas till en grundfond.

Fonden får användas endast för att täcka förlust som har uppkommit i fondbörsens verksamhet och som ej kan täckas av andra medel.

Nedgår fonden under en miljon kronor, skall börsstyrelsen vidtaga åtgärder som syftar till att den snarast åter uppgår till föreskrivet belopp.

Clearingorganisationens verksamhet

47 § En clearingorganisation skall

1. fortlöpande registrera de transaktioner som är föremål för clearingverksamhet,
2. fortlöpande i handeln med optioner och terminer beräkna storleken av de säkerheter som kunderna är skyldiga att ställa enligt 5 eller 8 § lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument och underrätta kunderna om deras skyldigheter samt kontrollera att säkerheter ställs i föreskriven utsträckning,
3. ange hur antalet utestående kontrakt (öppna balansen) och omsättningen beräknas,
4. fortlöpande offentliggöra uppgifter om öppna balansen och om omsättningen,
5. fortlöpande övervaka att verksamheten bedrivs under förhållanden som överensstämmer med denna lag, lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument och med god affärssed.

48 § Clearingverksamhet vid en clearingorganisation får ske endast genom clearingombud.

49 § Styrelsen för en clearingorganisation skall se till att clearingorganisationens ställning i handeln som köpare och säljare eller liknande avtalspart är balanserad. Uppstår obalans skall styrelsen omedelbart vidta åtgärder för att återställa jämvikten.

50 § En clearingorganisation skall till kundernas skydd ha ett eget kapital som motsvarar lägst fem procent av det sammanlagda behovet av säkerhet för samtliga kunder under en dag beräknat genomsnittligt för den senast förflutna sexmånadersperioden.

Är det egna kapitalet lägre än vad som sägs i första stycket skall clearingorganisationens styrelse snarast och senast inom ett år vidta åtgärder så att det egna kapitalet åter motsvarar det belopp som anges i första stycket.

Driver Stockholms fondbörs clearingverksamhet enligt denna lag, skall fondbörsen avsätta medel i egna fonder eller disponera över garantier till belopp som motsvarar vad som anges i första stycket. Uppgår inte egna fonder eller erhållna garantier till angivet belopp skall börsstyrelsen snarast och senast inom ett år vidta åtgärder så att egna fonder eller erhållna garantier åter motsvarar det belopp som anges i första stycket.

Börsstopp

51 § Om särskilda skäl föreligger får styrelsen för en börs besluta att handel och information om marknadsläget vid börsen skall avbrytas i fråga om fondpapper eller annat finansiellt instrument av visst slag (börsstopp). Sådant beslut får ej gälla längre än som oundgängligen behövs.

Underlåter styrelsen för en börs att avbryta handeln och informationen om marknadsläget trots att särskilda skäl därtill föreligger får bankinspektionen meddela beslut som avses i första stycket. Har handeln och informationen om marknadsläget avbrutits genom sådant beslut ankommer det på styrelsen för börsen att efter samråd med bankinspektionen besluta om återupptagande av handel och information om marknadsläget.

Styrelsen skall omedelbart offentliggöra ett beslut om börsstopp eller om återupptagande av handel och information om marknadsläget. Om sådant beslut skall styrelsen samtidigt underrätta bankinspektionen och dem som har tillstånd att driva rörelse enligt fondkommissionslagen.

52 § Om handeln och informationen om marknadsläget vid en börs avbrutits genom beslut av börsens styrelse eller av bankinspektionen i fråga om fondpapper eller annat finansiellt instrument av visst slag och detta instrument utgör den underliggande tillgången för optioner eller terminer som är föremål för börsverksamhet vid samma eller annan börs, skall även handeln med och informationen om marknadsläget för dessa optioner eller terminer omedelbart avbrytas.

Har handel och information om marknadsläget med optioner och terminer avbrutits vid en börs, på grund av förhållande som anges i första stycket,

får handeln och informationen om marknadsläget återupptas först när börshandeln i det underliggande fondpapperet eller finansiella instrumentet återupptagits.

Om särskilda skäl föreligger, får bankinspektionen medge undantag från andra stycket. Sådant medgivande kan begränsas till viss tid och förenas med villkor.

I fråga om beslut enligt första – tredje styckena skall styrelsen för börsen tillämpa 51 § tredje stycket.

Börsstängning

53 § Under utomordentliga förhållanden får regeringen besluta att all handel och information om marknadsläget vid en börs skall avbrytas. Är fara i dröjsmål får sådant beslut meddelas av styrelsen för en börs efter medgivande av bankinspektionen. Styrelsens beslut får avse högst en vecka.

I fråga om beslut enligt första stycket skall styrelsen för börsen tillämpa 51 § tredje stycket.

Tystnadsplikt

54 § Den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en börs eller en clearingorganisation får ej obehörigen röja eller utnyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden.

Förbud mot handel i vissa fall

55 § Befattningshavare vid en börs eller en clearingorganisation får inte för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång förvärva fondpapper eller förvärva eller sälja andra finansiella instrument annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning.

56 § Den som avses i 55 § skall till börsen eller clearingorganisationen ofördröjligen anmäla innehav av fondpapper och andra finansiella instrument och ändring i innehavet. Börsen och clearingorganisationen skall föra förteckning över anmälningarna och hålla den tillgänglig för bankinspektionen.

Anmälningsskyldighet enligt första stycket omfattar fondpapper och andra finansiella instrument som ägs av:

1. den anmälningsskyldige,
2. make eller sambo till den anmälningsskyldige,
3. omyndiga barn som står under den anmälningsskyldiges vårdnad,
4. juridisk person över vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 2 eller 3 eller flera av dem tillsammans har en

ägarandel, uppgående till tio procent eller mer av aktiekapitalet om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av andelarna om den juridiska personen är av annat slag, eller

ekonomisk andel, innefattande rätt att uppbära tio procent eller mer av avkastningen, eller

röstandel, uppgående till tio procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av röstetalet hos det högsta beslutande organet om den juridiska personen är av annat slag.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma innehav av ett finansiellt instrument eller för ändring i innehavet, behöver anmälan endast göras av en av dem.

57 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation eller börschefen hos Stockholms fondbörs eller verkställande direktören hos en annan börs eller en clearingorganisation skall skyndsamt skriftligen erinra den som avses i 55 § första stycket om hans anmälningsskyldighet enligt denna lag.

Tillsyn

58 § Börser och clearingorganisationer står under tillsyn av bankinspektionen.

59 § Bankinspektionen skall övervaka att verksamheten vid börser och clearingorganisationer utövas i enlighet med denna lag och lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument samt med de föreskrifter som har meddelats med stöd av dessa lagar. Inspektionen skall vidare verka för att verksamheten vid börser och clearingorganisationer sker på ett tillfredställande sätt och med uppmärksamhet följa verksamheten i den mån det behövs för kännedom om förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av verksamheten.

60 § Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för bankinspektionen. Styrelsen skall även i övrigt lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär. Styrelsen är också skyldig att lämna inspektionen de upplysningar som den begär om förhållanden som avses i 7 §.

När bankinspektionen anser det behövligt eller när regeringen beslutar om det skall undersökning av en börs eller en clearingorganisation äga rum.

61 § Har styrelsen för en börs eller en clearingorganisation fattat beslut som strider mot denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som har meddelats med stöd av någondera av dessa lagar, får bankinspektionen förbjuda att beslutet verkställs. Har beslutet redan verkställts, får inspektionen före-

lägga styrelsen att göra rättelse, om det kan ske. Inspektionen kan även förelägga styrelsen för en börs eller en clearingorganisation att fullgöra skyldighet enligt denna lag eller lagen om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller föreskrift som meddelats med stöd av någondera av dessa lagar.

Meddelar bankinspektionen förbud eller föreläggande enligt första stycket får inspektionen utsätta vite.

62 § Om särskilda skäl föreligger, får bankinspektionen kalla till sammanträde med styrelsen för en börs eller en clearingorganisation. Vid sådana styrelsers sammanträden får företrädare för inspektionen närvara och deltaga i överläggningarna.

63 § Bankinspektionen skall förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av en annan börs än Stockholms fondbörs eller en clearingorganisation. Inspektionen kan när som helst återkalla sådant förordnande och i stället utse ny revisor.

Börsen eller clearingorganisationen skall till revisor som förordnats enligt första stycket utge ersättning med belopp som bankinspektionen bestämmer.

Avgift för tillsyn

64 § För att täcka kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt denna lag skall börser och clearingorganisationer årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

Bidrag till rättegångskostnader

65 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om att börser och clearingorganisationer skall avsätta medel i sin verksamhet för att lämna bidrag till rättegångskostnader i mål om ersättning för skada som enskild person lidit på värdepappersmarknaden.

Avgifter vid börser och clearingorganisationer

66 § För att täcka kostnaden för Stockholms fondbörs verksamhet får uttas avgifter av börsmedlemmar och dem vilkas fondpapper har inregistrerats vid fondbörsen samt andra som använder sig av fondbörsens tjänster i enlighet med de närmare föreskrifter börsstyrelsen meddelar.

67 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om de avgifter som en annan börs än Stockholms fondbörs eller en clearingorganisation får uppbära för de tjänster som den tillhandahåller enligt denna lag.

Återkallelse av tillstånd m.m.

68 § Regeringen får återkalla tillståndet för en börs eller en clearingorganisation om

1. den i sin verksamhet i väsentligt hänseende brutit mot denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som meddelats med stöd av någondera av dessa lagar eller
2. det annars föreligger förhållanden som motverkar en sund utveckling av börs- eller clearingverksamheten eller
3. de för tillstånd stadgade förutsättningarna inte längre är för handen.

I beslut om återkallelse skall regeringen ange vid vilken tidpunkt verksamheten senast skall upphöra.

Föreligger förhållanden som sägs i första stycket får regeringen i stället för att återkalla tillståndet meddela börsen eller clearingorganisationen skriftlig erinran, om det kan antas att börsen eller clearingorganisationen låter sig rättas därav. Skriftlig erinran får förenas med föreskrift om rättelse.

69 § Föreligger annat missförhållande än som sägs i 68 § får regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen i särskilt beslut göra anmärkning om det.

70 § Bankinspektionen får vid vite förelägga den som driver börs- eller clearingverksamhet utan tillstånd att upphöra med verksamheten.

Disciplinärenden

71 § För prövning av disciplinärenden på värdepappersmarknadens område finns en disciplinnämnd. Bestämmelser om nämndens verksamhet finns i lagen (1990:000) om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden.

Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall hos disciplinnämnden ansöka om nämndens prövning av alla vid börsen eller clearingorganisationen förekommande disciplinärenden.

72 § Om en börs- eller en clearingmedlem genom att bryta mot denna lag eller lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument eller mot föreskrift som har meddelats med stöd av någondera av dessa lagar eller på annat sätt visar sig olämplig som sådan medlem får disciplinnämnden besluta att medlemskapet skall upphöra.

Föreligger förhållanden som avses i första stycket men framstår ett upphörande av medlemskapet som en alltför ingripande åtgärd och bedöms en skriftlig erinran enligt fjärde stycket inte som en tillräcklig åtgärd får disciplinnämnden under en tidsbegränsad period avstänga medlemmen från börsen eller clearingorganisationen. Sådan avstängning får inte avse längre tid än en månad.

Har medlemskap upphört på grund av diciplinnämndens beslut enligt första stycket eller har medlemmen tillfälligt avstängts enligt andra stycket får medlemmen ändock vidta åtgärd i förhållande till börsen eller clearingorganisationen för att fullgöra ingångna avtal eller för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

Föreligger förhållande som avses i första stycket får disciplinnämnden i stället för att fatta beslut enligt första eller andra stycket meddela medlemmen skriftlig erinran, om det kan antagas att denne låter sig rättas därav.

Föreligger missförhållande av mindre allvarlig beskaffenhet i fråga om medlemmen eller dennes verksamhet får disciplinnämnden göra anmärkning om det.

73 § Disciplinnämnden får återkalla ett godkännande av ett börs- eller clearingombud eller besluta om tidsbegränsad avstängning eller meddela ombudet skriftlig erinran eller anmärkning i enlighet med vad som gäller för börs- och clearingmedlem enligt 72 §.

74 § Kan disciplinnämndens beslut i fråga om upphörande av medlemskap eller tillfällig avstängning av medlem eller återkallande av godkännande av ombud eller tillfällig avstängning av ombud inte avvaktas, får styrelsen för en börs eller en clearingorganisation fatta sådant beslut. I sådant fall gäller bestämmelserna i 72 § tredje stycket.

Beslutet skall omedelbart underställas disciplinnämnden. Beslutet och handlingarna i ärendet skall tillställas nämnden.

Har beslut enligt första stycket inte underställts disciplinnämnden senast dagen efter det att beslutet fattades är beslutet utan verkan.

75 § Disciplinnämnden får besluta om avregistrering av fondpapper, om utgivaren av fondpapperet eller den som trätt i hans ställe allvarligt brustit i sina förpliktelser enligt lag eller avtal som gäller för inregistreringen och det ej är olämpligt från allmän synpunkt. Disciplinnämnden kan i sådant fall i stället förelägga utgivaren eller den som trätt i hans ställe att vidta viss åtgärd. Därvid får disciplinnämnden ange att åtgärden skall vidtas vid påföljd av att avregistrering annars kan komma att ske. Är en så pass ingripande åtgärd som avregistrering inte behövlig får disciplinnämnden i stället tilldela utgivaren eller den som trätt i hans ställe en varning.

76 § Disciplinnämnden prövar fråga om uttagande av vite eller annan påföljd som angivits i avtal mellan börsen eller clearingorganisationen, å ena sidan, och utgivare av fondpapper eller börs- eller clearingmedlem, å andra sidan.

Hur man överklagar

77 § Bankinspektionens beslut enligt denna lag överklagas hos regeringen. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart, om inte regeringen förordnar annat.

78 § Den som inte godtar ett beslut av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation får klandra beslutet genom att väcka talan mot börsen eller clearingorganisationen vid Stockholms tingsrätt inom tre veckor från den dag beslutet meddelades. Klandras inte beslutet inom denna tid är rätten till talan förlorad.

79 § Föreskrifter om hur disciplinnämndens beslut klandras finns i lagen (1990:000) om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden.

Ansvar

80 § Styrelseledamot eller befattningshavare hos en börs eller en clearingorganisation som uppsåtligen eller av oaktsamhet genom oriktig bokföring eller på annat sätt lämnar bankinspektionen felaktiga upplysningar om verksamheten döms till böter eller fängelse i högst ett år. I ringa fall döms ej till ansvar.

81 § Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bryter mot 11 § döms till böter eller fängelse i högst sex månader.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991 då lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs skall upphöra att gälla.
2. Den som vid ikraftträdandet driver börs- eller clearingverksamhet och som senast en månad därefter till regeringen inkommer med ansökan om tillstånd får fortsätta verksamheten under den tid ansökningen prövas.
3. Förekommer vid Stockholms fondbörs vid lagens ikraftträdande handel med ej inregistrerade fondpapper vilka noteras på en ej officiell kurslista skall börsstyrelsen ha ansvar jämväl för denna handel på samma sätt som gäller för inregistrerade fondpapper. Därvid skall bestämmelserna i 26 § första stycket, 29–35 §§, 51–53 §§, 66 § samt 71–79 §§ gälla i tillämpliga delar.
4. Fondpapper som avses i 43 § första stycket 6 får inregistreras vid Stockholms fondbörs om det utgivits av ett aktiebolag vars aktier omfattas av bestämmelsen under 3.

2 Förslag till Lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag innehåller bestämmelser om handel med och förvaltning av fondpapper och andra finansiella instrument.

Definitioner

2 § I denna lag förstås med:

1. börsverksamhet, börs, clearingverksamhet, clearingorganisation, fondpapper, finansiellt instrument, option och termin: vad som anges i 2 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet,
2. standardiserad option: en option för vilken börsen, clearingorganisationen eller eljest någon annan än parterna bestämt vad som är föremål för handel,
3. standardiserad termin: en termin för vilken börsen, clearingorganisationen eller eljest någon annan än parterna bestämt vad som är föremål för handel,
4. fondkommissionsbolag och bankinstitut: vad som anges i 2 § fondkommissionslagen (1990:000),
5. blankning: försäljning av ett fondpapper som mottagits som lån med skyldighet att förvärva och återlämna ett sådant fondpapper som sålts vid en framtida tidpunkt.

Allmän bestämmelse

3 § Handel med och förvaltning av fondpapper och andra finansiella instrument skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Särskilda bestämmelser för handel med optioner och terminer

4 § Handel med standardiserade optioner eller terminer skall vara föremål för clearingverksamhet hos en clearingorganisation.

5 § Den som utfärdar en standardiserad option eller köper eller säljer en standardiserad termin skall senast klockan 12 dagen efter det att avslut skett ställa betryggande säkerhet för sitt åtagande och under avtalets löptid vidmakthålla sådan säkerhet, om inte annat följer av 7 §.

Säkerheten skall anses betryggande, om det på goda grunder kan antas att de standardiserade optioner eller terminer som säkerheten avser att täcka kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas utöver ställd säkerhet.

Bankinspektionen får, om särskilda skäl föreligger, meddela föreskrifter om att ytterligare säkerhet skall ställas utöver vad som tidigare krävts. Sådana föreskrifter skall iakttas omedelbart och gälla intill dess inspektionen upphävt dem.

6 § Uppfyller en kund som skall ställa säkerhet inte kraven enligt 5 § skall clearingorganisationen eller det bankinstitut eller det fondkommissionsbolag som förmedlat affären så snart ske kan låta avveckla eller på annat sätt neutralisera eller minska risken i kundens options- eller terminsaffärer, om särskilda skäl inte talar däremot.

Om synnerliga skäl föreligger får en clearingorganisation även i annat fall än som sägs i första stycket låta avveckla eller på annat sätt neutralisera eller minska risken i en kunds options- eller terminsaffärer.

7 § Styrelsen för en clearingorganisation får i särskilt beslut medge ett bankinstitut befrielse från det krav på säkerhet som anges i 5 §, om sådan säkerhet kan anses obehövlig. Sådant medgivande skall tidsbegränsas och förenas med villkor.

Bankinspektionen skall omedelbart underrättas om beslut enligt första stycket.

Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om villkor för befrielse från krav på säkerhet enligt första stycket.

8 § Blir avslut om optioner eller terminer som inte är standardiserade föremål för clearingverksamhet hos en clearingorganisation gäller bestämmelserna i 5–7 §§.

9 § För avslut om optioner eller terminer som inte är standardiserade gäller i annat fall än som sägs i 8 § bestämmelserna i 5 § första och andra styckena endast om avtal ej träffats att säkerhet inte skall ställas.

10 § Har i fall som avses i 9 § avtal ej träffats om att säkerhet inte skall ställas, får innehavaren av en option eller köparen eller säljaren av en termin säga upp avtalet till omedelbart upphörande, om motparten inte fullgör sin skyldighet enligt 5 §.

Den som sagt upp avtalet enligt första stycket äger rätt att, oavsett avtalets innehåll, påfordra att kontantavräkning sker mellan honom och motparten som om slutdagen för avtalet inträffade den dag då uppsägning skedde.

Uppsägning skall anses ha skett klockan 12 dagen efter det att under-

rättelse om uppsägning avsänts i brev eller på annat ändamålsenligt sätt under motpartens vanliga adress.

Underliggande tillgång och index

11 § I syfte att motverka möjligheterna att skapa en värdestegring på standardiserade optioner eller terminer genom att på ett otillbörligt sätt påverka värdet på fondpapper eller annat finansiellt instrument eller index eller annat liknande värde, som optionerna eller terminerna baseras på, samt för att främja en tillförlitlig kurssättning på optioner och terminer, skall följande iakttas:

1. Standardiserade optioner eller terminer avseende aktie eller annan delägarrätt i en juridisk person eller andel i aktiefond eller baserade på index eller annat liknande värde avseende sådana fondpapper får bli föremål för handel endast om fondpapperet är inregistrerat vid svensk börs eller utländsk officiell börs och fondpapperets omsättning och ägarspridning är tillfredsställande.

2. Standardiserade optioner eller terminer avseende obligation eller annan fordringsrätt avsedd för allmän omsättning eller baserade på index eller annat liknande värde avseende sådana fondpapper får bli föremål för handel endast om omfattningen av handeln i och storleken på lånet är tillfredsställande.

Standardiserade optioner eller terminer med annan underliggande tillgång eller baserade på index eller annat liknande värde av annat slag än som sägs i första stycket får bli föremål för handel endast om de syften som anges i första stycket ändå kan tillgodoses.

Metoden för uträknande av sådant index eller annat liknande värde som avses i första eller andra stycket skall vara utförligt redovisad.

12 § Optioner eller terminer som inte är standardiserade får bli föremål för börs- eller clearingverksamhet endast om de uppfyller de förutsättningar som anges i 11 §.

Blankning

13 § En näringsidkare får i sin näringsverksamhet träffa avtal om lån av fondpapper av visst slag för blankning eller medverka vid sådant avtal endast om bankinspektionen godkänt fondpapperet för blankning.

Om en näringsidkare i sin näringsverksamhet är part i avtal om lån av fondpapper för blankning skall avtalet slutas skriftligen i särskild för ändamålet upprättad handling. Detta skall gälla också när en näringsidkare i sin näringsverksamhet medverkar vid lån av fondpapper för annans räkning. Formulär för sådant avtal fastställs av bankinspektionen.

14 § En näringsidkare får i sin näringsverksamhet för egen räkning sälja fondpapper avista som näringsidkaren inte innehar eller medverka vid sådan försäljning för annans räkning endast om han eller hans uppdragsgivare förvärvar sådana fondpapper som sålts senast dagen efter försäljningen.

Tillsyn

15 § Bankinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag.

16 § Bankinspektionen får vid vite förelägga den som deltar i handeln med ett finansiellt instrument att upphöra därmed, om handeln strider mot 3 §. Inspektionen får även vid vite förelägga den som deltar i handeln med en option eller termin som inte uppfyller de krav som ställts upp i 11 eller 12 § att upphöra därmed.

17 § Bankinspektionen får vid vite förelägga en näringsidkare som deltar eller medverkar vid blankning av fondpapper utan att iaktta bestämmelserna i 13 § första stycket att upphöra därmed. Inspektionen får även vid vite förelägga en näringsidkare som bryter mot bestämmelserna i 13 § andra stycket eller 14 § att upphöra därmed.

Kostnad för tillsyn

18 § För att täcka kostnaden för bankinspektionens övervakning enligt denna lag skall aktiebolag och bankinstitut som erhållit tillstånd att driva rörelse enligt fondkommissionslagen (1990:000) samt Stockholms fondbörs och annan börs eller clearingorganisation som erhållit tillstånd enligt lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som meddelas av regeringen.

Hur man överklagar

19 § Bankinspektionens beslut enligt denna lag får överklagas hos kammarrätten. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart.

20 § Föreskrifter om hur beslut av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation klandras finns i 78 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

3 Förslag till Lag om informationsskyldighet för aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag är tillämplig på aktiebolag, om ett och samma slag av aktier, optionsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis eller liknande, som utgivits av bolaget eller någon annan i vars ställe bolaget trätt, innehas av minst tvåhundra ägare.

Lagen är tillämplig även på annat aktiebolag som riktar inbjudan till en vidare krets att förvärva aktier eller andra fondpapper som avses i första stycket, om åtgärden kan väntas leda till sådan spridning av fondpapperet att det kommer att innehas av minst tvåhundra ägare.

Lagen är dock inte tillämplig på aktiebolag, som har sina aktier eller andra fondpapper som avses i första stycket inregistrerade eller noterade på Stockholms fondbörs eller på en börs som erhållit tillstånd enligt lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet, om aktiebolaget i inregistreringskontrakt eller liknande har gjort åtaganden som minst motsvarar vad som föreskrivs i denna lag.

2 § Bankinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag.

Bestämmelser om information

3 § Aktiebolag som enligt 4 kap. 18 §, 5 kap. 16 § eller 7 kap. 3 § aktiebolagslagen (1975:1385) är skyldigt att upprätta emissionsprospekt skall erhålla bankinspektionens godkännande av emissionsprospektet innan inbjudan offentliggörs eller på annat sätt riktas till en vidare krets.

Detsamma gäller om emissionsprospektet ändras sedan det godkänts av inspektionen.

Sker en emission eller ämnar en aktieägare sälja fondpapper under former som innebär att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385) i samband med ansökan om inregistrering vid en börs enligt lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet, behöver godkännande av emissionsprospekt enligt första och andra stycket inte sökas hos bankinspektionen, om emissionsprospektet godkänns av styrelsen för börsen.

4 § Ett aktiebolag på vilket denna lag är tillämplig skall, om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen (1975:1385) eller om revisorerna inte enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrel-

sens förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktören, snarast och senast en vecka före ordinarie bolagsstämma offentliggöra revisionsberättelsen.

5 § Ett aktiebolag på vilket denna lag är tillämplig skall sedan bolagets styrelse fastställt årsbokslutet omedelbart offentliggöra en bokslutskommuniké som återger det väsentliga innehållet i årsbokslutet.

Bokslutskommunikén skall åtminstone innehålla upplysningar om

1. bolagets eller, när bolaget är moderbolag, koncernens resultat efter finansiella intäkter och kostnader,
2. extraordinära intäkter och kostnader som är av betydelse för bedömningen av bolaget eller koncernen,
3. vinst per aktie före eller efter extraordinära poster, i förekommande fall efter full konvertering av utelöpande konvertibla skuldebrev eller fullt utnyttjande av andra fondpapper med rätt till nyteckning av aktier i bolaget, eller annan information som med hänsyn till förhållandena i branschen eller dylikt kan anses utgöra ett bättre underlag för bedömning av aktiens värde,
4. förslag till vinstutdelning per aktie,
5. förslag till emission av aktier eller andra fondpapper.

Ändras årsbokslutet så att det i avsevärd mån avviker från tidigare avgiven bokslutskommuniké skall bolaget offentliggöra en ny kommuniké omedelbart efter det att bolagets styrelse fastställt det ändrade bokslutet. Bestämmelserna i första och andra styckena gäller också om den nya kommunikén.

6 § Om ett aktiebolag på vilket denna lag är tillämplig fattar beslut eller det annars inträffar en händelse, som i inte oväsentlig grad påverkar den bild av bolaget eller, när bolaget är moderbolag, koncernen som skapats av föregående årsredovisning eller delårsrapport eller annat som offentliggjorts senare eller eljest värderingen av bolagets aktier, skall bolaget så snart det kan ske offentliggöra upplysning om förhållandet.

7 § Ett aktiebolag på vilket denna lag är tillämplig skall inom två veckor från det att informationsskyldighet inträffat enligt 4–6 §§ lämna bankinspektionen motsvarande information tillsammans med upplysning om hur informationen offentliggjorts.

Bemyndigande

8 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen meddelar föreskrifter om offentliggörande av information enligt denna lag.

Undantag

9 § Bankinspektionen äger om särskilda skäl föreligger medge undantag från 3–6 §§.

Tillsyn m.m.

10 § Ett aktiebolag på vilket denna lag är tillämplig skall lämna bankinspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

11 § Om ett aktiebolag inte fullgör sin skyldighet enligt 3–6 §§ eller 10 § får bankinspektionen förelägga vite.

Bankinspektionen får förbjuda aktiebolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) att medverka vid handel med ett aktiebolags aktier eller andra fondpapper, om bolaget inte iakttar bestämmelserna i denna lag.

Hur man överklagar

12 § Beslut som bankinspektionen i särskilt fall meddelat enligt denna lag får överklagas hos kammarrätten. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart.

Föreskrifter om överklagande av bankinspektionens föreskrifter med stöd av ett bemyndigande enligt denna lag meddelas av regeringen.

Granskningsavgift

13 § Aktiebolag som enligt 3 § till bankinspektionen ingivit emissionsprospekt för godkännande skall erlägga avgift enligt de närmare föreskrifter som meddelas av regeringen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

4 Förslag till Fondkommissionslag

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag reglerar de verksamheter som anges i 2 §. Den gäller dock inte om sådan verksamhet drivs av Sveriges riksbank. Ej heller gäller denna lag förvaltning av fondpapper som är reglerad i annan lag. För bankinstitut gäller lagen endast om detta är särskilt angivet.

Definitioner

2 § I denna lag förstås med:

1. fondkommissionsrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser handel med fondpapper och andra finansiella instrument för annans räkning i eget namn,

2. marknadsgarantrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser handel med fondpapper och andra finansiella instrument för egen räkning grundad på ett i ett avtal fastställt åtagande att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument genom att för dessa instrument ange köp- och säljpris och till dessa priser göra affärer,

3. emissionsförmedlarrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser att lämna garanti eller på annat sätt medverka vid emission av fondpapper på den allmänna marknaden eller vid försäljning av fondpapper under sådana former att emissionsprospekt skall upprättas enligt aktiebolagslagen (1975:1385), försäkringsrörelselagen (1982:713) eller bankaktiebolagslagen (1987:618),

4. fondpappersförvaltarrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser förvaring eller förvaltning av annans fondpapper och andra finansiella instrument,

5. placeringsrådgivarrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser personlig rådgivning i fråga om investering i fondpapper och andra finansiella instrument,

6. värdepappersförmedlarrörelse: yrkesmässigt utövad verksamhet som avser att förmedla kontakt mellan köpare och säljare av fondpapper och andra finansiella instrument eller i annat fall medverka vid transaktioner avseende sådana instrument,

7. fondkommissionär, marknadsgarant, emissionsförmedlare, fondpappersförvaltare, placeringsrådgivare och värdepappersförmedlare: den som har tillstånd att driva sådan rörelse som framgår av beteckningen,

8. fondkommissionsbolag, marknadsgarantbolag, emmissionsförmedlarbolag, fondpappersförvaltarbolag, placeringsrådgivarbolag och värdepappersförmedlarbolag: aktiebolag som har tillstånd att driva sådan rörelse som framgår av beteckningen,

9. bankinstitut: bankaktiebolag, sparbank eller central föreningsbank,

10. fondpapper, finansiellt instrument, börs, option och termin: vad som anges i 2 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet,

11. blankning: vad som anges i 2 § 5 lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument.

Allmänna bestämmelser

3 § Rörelse som anges i 2 § 1–6 får drivas endast efter tillstånd av bankinspektionen. Tillstånd får meddelas svenskt aktiebolag och svenskt bankinstitut.

4 § För aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § gäller vad som är föreskrivet om aktiebolag i allmänhet, om annat ej följer av denna lag.

5 § Om annat inte följer av denna lag, gäller för fondkommissionsrörelse bestämmelserna om handelskommission i lagen (1914:45) om kommission, handelsagentur och handelsresande.

6 § Vad som föreskrivs om självinträde i 40–45 §§ lagen (1914:45) om kommission, handelsagentur och handelsresande gäller även när ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § utför uppdrag avseende köp, försäljning eller byte av fondpapper och andra finansiella instrument genom avtal med företag som har sådant samband med bolaget som avses i 40 §.

Vad som sägs i första stycket skall också tillämpas då avtalet ingås med någon som är ägare till aktiebolaget eller till ett företag som har sådant samband med bolaget som avses i 40 §.

7 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd att driva fondkommissionsrörelse skall i sin firma använda beteckningen fondkommission. Beteckningen fondkommissionär, marknadsgarant, emissionsförmedlare, fondpappersförvaltare, placeringsrådgivare eller värdepappersförmedlare eller avledning därav eller utländsk form av sådant ord får i firma eller i övrigt vid beteckning av verksamhet inte användas av annan än den som erhållit tillstånd att driva sådan verksamhet som framgår av beteckningen.

Tillstånd

8 § Tillstånd för ett aktiebolag att driva rörelse enligt 2 § 1–6 får meddelas endast om:

1. bolagsordningen ej strider mot denna lag eller annan författning,
2. bolaget ej är olämpligt att driva sådan rörelse,
3 rörelsen kan antas ej bli till skada för det allmänna,
4. bolaget uppfyller de villkor som i övrigt anges i denna lag.

Ansökan om tillstånd får göras innan bolaget har registrerats. Har sådan

ansökan gjorts inom sex månader från stiftelseurkundens undertecknande, räknas den i 2 kap. 9 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385) föreskrivna tiden från tillståndsbeslutet.

9 § Bankinspektionen godkänner bolagsordningen för ett aktiebolag som ansökt om tillstånd enligt 3 § i samband med att tillstånd meddelas för bolaget. Till ansökan om tillstånd skall fogas en plan för den tilltänkta verksamheten.

Plan som anges i första stycket skall innehålla:

1. en beskrivning av den tilltänkta verksamheten,
2. en redogörelse för bolagets organisation,
3. uppgift om bolagets verksamhetsområde,
4. en prognos över det förväntade ekonomiska utfallet under det inledande skedet,
5. de uppgifter i övrigt som bankinspektionen bestämmer,
6. i det fall bolaget avser att för egen räkning driva handel med fondpapper och andra finansiella instrument en analys av det förväntade kapitalbehovet fördelat på olika riskklasser.

Beslut om ändring av bolagsordning för ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall prövas av bankinspektionen och får inte registreras innan det har godkänts av inspektionen.

10 § Aktiekapitalet skall uppgå för fondkommissions-, marknadsgarant- och emissionsförmedlarbolag till minst tio miljoner kronor samt för fondpappersförvaltar-, placeringsrådgivar- och värdepappersförmedlarbolag till minst femhundratusen kronor.

Innefattar den verksamhet som drivs av ett fondpappersförvaltar-, placeringsrådgivar- eller värdepappersförmedlarbolag även handel med fondpapper och andra finansiella instrument för egen räkning skall dock bolagets aktiekapital uppgå till minst tio miljoner kronor.

11 § Styrelsen för ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall bestå av minst fem ledamöter. Styrelsen skall utse en verkställande direktör. Denna och en av ledamöterna skall genom tjänstgöring hos fondkommissionär eller på annat sätt ha skaffat sig den erfarenhet som behövs för verksamheten.

Verksamheten

12 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall utöva sin verksamhet med iakttagande av god sed på värdepappersmarknaden.

13 § Ett fondkommissionsbolag får, för att underlätta fondkommissionsrörelsen, i samband med denna:

1. lämna kredit mot säkerhet enligt 23 §,

2. motta medel på konto under förutsättning att avtal enligt 22 § har träffats,

3. köpa, sälja och byta fondpapper och andra finansiella instrument för egen räkning med den begränsning som följer av 14 och 15 §§.

Verksamhet som anges i första stycket punkt 3 får som ett led i rörelsen drivas även av ett aktiebolag som fått tillstånd enligt 3 § till annan typ av rörelse än fondkommissionrörelse.

Om särskilda skäl föreligger får ett aktiebolag som fått tillstånd enligt 3 § efter tillstånd av bankinspektionen utöva även annan verksamhet än som följer av tillståndet eller sägs i första och andra styckena.

14 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § får för egen räkning förvärva

1. fast egendom, tomträtt eller bostadsrätt för att bereda bolaget lokaler för rörelsen eller tillgodose därmed sammanhängande behov,

2. inventarier för rörelsen eller till fastighet som bolaget äger eller till lokaler som bolaget i övrigt innehar,

3. fondpapper och andra finansiella instrument med de begränsningar som följer av andra stycket och 15 §.

Aktie eller andel i ekonomisk förening får ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § inte förvärva utan tillstånd av bankinspektionen, om förvärvet ingår som ett led i organisationen av bolagets verksamhet.

Om synnerliga skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § får förvärva annan egendom än som avses i första stycket.

15 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § får, med iakttagande av vad som i övrigt följer av andra-sjätte styckena, för att underlätta rörelsen inneha aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder och ekonomiska föreningar till ett anskaffningsvärde av högst 150 miljoner kronor eller det högre värde som svarar mot femtio procent av aktiebolagets kapitalbas enligt 18 §, dock högst en miljard kronor. Om ett sådant bolag ingår i koncern, i vilken ingår ytterligare bolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 §, gäller denna begränsning för koncernen i dess helhet. I sådant fall skall moderbolaget till bankinspektionen anmäla vilka värdegränser som bestämts för de olika företagens innehav av nämnda fondpapper.

Det åligger aktiebolagets styrelse att tillse att fondpapper som avses i första stycket omsätts utan dröjsmål.

Fondkommissionsbolag får, för att underlätta fondkommissionsrörelsen, förvärva egna aktier och aktier i moderbolag utan hinder av bestämmelsen i 7 kap. 1 § första stycket aktiebolagslagen (1975:1385). Detta gäller dock endast om aktierna är av det slag som sägs i 23 § första stycket. Anskaffningsvärdet av det sammanlagda innehavet av egna aktier och aktier i annat bolag i den koncern som bolaget tillhör får inte vid något tillfälle överstiga tre miljoner kronor. Att innehavet ej heller får överstiga viss andel

av aktierna i något av bolagen föreskrivs i femte stycket.

Ett aktiebolag som erhållit tillstånd att driva emissionsförmedlarrörelse får förvärva de fondpapper som aktiebolaget i denna sin rörelse medverkar till att avsätta på marknaden. Avser förvärvet aktier, emissionsbevis, andelar i aktiefonder eller andelar i ekonomiska föreningar skall dessa avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet. Om särskilda skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att nämnda fondpapper får innehas längre tid.

Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § får i rörelsen inte äga eller genom lån förfoga över en större andel av aktierna i ett enskilt bolag än som svarar mot högst fem procent av röstetalet för samtliga aktier eller fem procent av aktiekapitalet.

Vid tillämpning av första och femte styckena skall inte medräknas innehav av sådan aktie som avses i fjärde stycket eller i 14 § andra stycket.

16 § Aktier som förvärvats med stöd av bestämmelserna i 13 § första stycket 3 och andra stycket får inte företrädas vid bolagsstämman. Sådana aktier skall inte medräknas när det fordras samtycke av ägare till en viss del av aktierna i bolaget för att ett beslut skall bli giltigt eller en befogenhet skall få utövas.

17 § För att skydda fordran får ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § utan hinder av vad som i övrigt föreskrivs i denna lag *dels* på offentlig auktion eller Stockholms fondbörs eller annan börs eller vid exekutiv försäljning köpa egendom som är utmätt eller utgör säkerhet för fordringen, *dels* som betalning överta egendom som utgör säkerhet för fordringen eller annan egendom, om det finns anledning att bolaget annars skulle lida avsevärd förlust.

Egendom som ett aktiebolag har förvärvat enligt första stycket skall avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast när det kan äga rum utan förlust för bolaget. Har egendomen inte avyttrats inom tre år från förvärvet, krävs bankinspektionens tillstånd för fortsatt innehav.

Förvärv enligt första stycket skall anmälas till bankinspektionen enligt de närmare föreskrifter som utfärdas av regeringen eller efter regeringens bemyndigande av bankinspektionen.

18 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall till uppdragsgivarnas skydd ha en kapitalbas som motsvarar lägst åtta procent av det sammanlagda belopp till vilket placeringar skall tas upp enligt 19 § andra stycket (kapitalkrav). Kapitalbasen utgörs av primärt kapital och supplementärt kapital med den avräkning som föreskrivs i fjärde stycket.

Med primärt kapital avses *dels* eget kapital,*dels* femtio procent av ett belopp som svarar mot bolagets reserver för utlåning, garantiförbindelser och utländska valutor, mot bolagets reserver för obligationer och aktier, varmed avses det belopp med vilket dessa tillgångars marknadsvärde över-

stiger nettobokföringsvärdet, samt mot bolagets reserv i följd av avskrivning på egendom som upplåtits till nyttjande, *dels* andra reserver och tillskott som efter regeringens eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionens medgivande får likställas med eget kapital.

Med supplementärt kapital avses *dels* det nominella värdet av förlagsbevis och andra skuldförbindelser, vilkas ursprungliga löptid överstiger fem år och som medför rätt till betalning först efter bolagets övriga borgenärer, dock högst ett belopp som motsvarar hälften av bolagets primära kapital, *dels* reserver och andra förbindelser som efter regeringens eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionens medgivande får inräknas i kapitalbasen. Förlagsbevis och andra skuldförbindelser, vilkas återstående löptid understiger fem år, skall därvid tas upp till ett belopp som motsvarar tjugo procent av nominellt värde för varje helt år som återstår till förfallodagen. Supplementärt kapital får uppgå till ett belopp som högst motsvarar det primära kapitalet.

Från summan av primärt kapital och supplementärt kapital skall avräknas det bokförda värdet av vad som tillskjutits som aktiekapital eller i annan form till in- eller utländskt företag som driver någon form av verksamhet enligt denna lag. Sådan avräkning skall dock inte ske i fråga om aktietillskott som motsvarar högst fem procent av bolagets eget kapital och högst fem procent av företagets aktiekapital eller i fråga om tillskott i företag som omfattas av bestämmelserna i 20 §.

19 § Kapitalkravet bestäms i förhållande till bolagets tillgångar samt ingångna garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden (placeringar). Vid beräkningen av kapitalkravet indelas placeringarna i följande fem grupper, nämligen:

A. tillgångar och åtaganden som avses i 2 kap. 10 § A bankrörelselagen (1987:617),

B. tillgångar och åtaganden som avses i 2 kap. 10 § B bankrörelselagen,

C. tillgångar och åtaganden som avses i 2 kap. 10 § C bankrörelselagen,

D. fordringar med efterställd betalningsrätt på aktiebolag vars aktier är inregistrerade på Stockholms fondbörs eller annan svensk börs samt tillgångar och åtaganden som enligt bankrörelselagen hänförs till 2 kap. 10 § E,

E. aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefond och ekonomisk förening samt övriga tillgångar och åtaganden på kapitalmarknaden som innehas som ett led i rörelsen utom sådana som enligt 18 § fjärde stycket skall avräknas vid kapitalbasens beräkning eller som omfattas av bestämmelserna i 20 §.

För placeringar som anges under A gäller inte något kapitalkrav. Kapitalkrav gäller inte heller för en fordran på ett företag som ingår i samma koncern som bolaget. I övrigt skall vid beräkningen av kapitalkravet placeringarna tas upp till sammanlagt:

1. tjugo procent av summan av placeringar som anges under B,
2. femtio procent av summan av placeringar som anges under C,

3. etthundra procent av summan av placeringar som anges under D,
4. trehundra procent av summan av placeringar som anges under E.

För placeringar i optioner och terminer för vilka säkerhet ställts enligt lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument gäller inte något kapitalkrav. Tillgångar som använts för att ställa sådan säkerhet får inte inräknas i aktiebolagets kapitalbas vid tillämpning av 18 § första stycket.

Till grund för beräkningen enligt andra stycket skall placeringarna tas upp till följande värden, nämligen:

1. tillgångar, för vilka reserver som avses i 18 § andra stycket avsatts, till sitt bruttobokföringsvärde, obligationer och aktier dock till sitt marknadsvärde,
2. övriga tillgångar till sitt nettobokföringsvärde,
3. garantiförbindelser, som är knutna till kreditgivning, till sitt nominella belopp,
4. övriga garantiförbindelser till halva sitt nominella belopp, samt
5. andra åtaganden på kapitalmarknaden till sitt nominella belopp, om inte regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektion i föreskrift angivit ett lägre belopp.

20 § Om ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § har ett dotterföretag skall vad som i 18 § föreskrivs om kapitalkrav även tillämpas på koncernen (konsoliderat kapitalkrav).

Beräkningen av koncernens kapitalbas (konsoliderad kapitalbas) och koncernens placeringar skall göras med tillämpning av de regler som enligt 11 kap. 11 § aktiebolagslagen (1975:1385) gäller för upprättande av koncernbalansräkning. Den konsoliderade kapitalbasen skall därvid i förekommande fall även omfatta redovisade minoritetsandelar. Redovisad goodwill skall avräknas från primärt kapital. Placeringar skall tas upp till de värden som föreskrivs i 19 § fjärde stycket.

21 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall hålla en med hänsyn till rörelsens art och omfattning tillfredsställande betalningsberedskap.

22 § Medel som ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § mottager med redovisningsskyldighet skall genast avskiljas och insättas på räkning i bankinstitut. Fondkommissionsbolag äger dock träffa överenskommelse om annat, om detta sker i ett skriftligt avtal.

Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får utfärda närmare föreskrifter om villkoren för fondkommissionsbolagens inlåning enligt första stycket.

23 § För kredit som ett fondkommissionsbolag lämnar skall finnas betryggande säkerhet i fondpapper som har inregistrerats vid Stockholms

fondbörs eller en annan svensk börs eller vid en utländsk officiell börs eller som har utbjudits till försäljning under sådana förhållanden att det är sannolikt att de inom ett år från kreditens beviljande kommer att inregistreras vid sådan börs.

Bestämmelsen i första stycket gäller också ett aktiebolag som erhållit tillstånd att driva rörelse som avses i 2 § 2–6 och som enligt 13 § tredje stycket erhållit tillstånd att lämna kredit.

Lämnas aktier som säkerhet för kredit och ingår som en mindre del bland dessa aktier även aktier i det aktiebolag som lämnar krediten eller dess moderbolag, får bolaget utan hinder av bestämmelsen i 7 kap. 1 § aktiebolagslagen (1975:1385) som pant motta även dessa aktier. Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen utfärdar närmare föreskrifter om vilka begränsningar som i detta fall skall gälla.

Om säkerhet som har ställts vid kreditens beviljande går ned i värde under kredittiden, får även annan egendom eller borgen godtas som tilläggssäkerhet.

24 § Ett fondkommissionsbolag skall ägna särskild uppmärksamhet åt att bolaget inte i sådan omfattning att fara kan uppkomma för dess säkerhet har fordringar på samma låntagare eller på låntagare som är förbundna med varandra i väsentlig ekonomisk intressegemenskap. Detsamma gäller fordringar mot säkerhet i aktier eller förlagsbevis, som utgivits av samma aktiebolag eller aktiebolag som är förenade i sådan gemenskap. Med fordran jämställs säkerhet i form av borgen eller annan garantiförbindelse till fondkommissionsbolaget.

Bestämmelserna i första stycket skall gälla också på garantiförbindelse som fondkommissionsbolaget ikläder sig.

Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får utfärda närmare föreskrifter om vilka begränsningar som skall gälla i fall som avses i första och andra styckena.

Vad som sägs i första-tredje styckena skall också tillämpas på aktiebolag som avses i 23 § andra stycket.

25 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § får inte vid avtal om köp eller försäljning av fondpapper och andra finansiella instrument eller i sin rörelse i övrigt förbehålla sig andel i vinst på affär som bolaget inte självt får avsluta.

Bolaget får inte heller på annat sätt beredas andel i vinst på verksamhet som bolaget inte självt får bedriva.

26 § Under tid, då sådant beslut om avbrytande av handel och information om marknadsläget som avses i 51 eller 52 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet gäller, får ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § ej vid eller utanför Stockholms fondbörs eller en annan svensk eller utländsk officiell börs avtala eller medverka vid avtal om köp eller försäljning

av fondpapper eller annat finansiellt instrument som beslutet avser. Uppgörelse får dock ske av en redan avslutad affär.

Första stycket skall tillämpas också under tid då ett beslut enligt 53 § lagen om börs- och clearingverksamhet gäller, om regeringen ej föreskriver annat.

Tillsyn

27 § Aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § står under tillsyn av bankinspektionen.

28 § Bankinspektionen övervakar att ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § följer denna lag och annan författning som reglerar dess verksamhet samt bolagsordningen och de beslut som med stöd av lag eller bolagsordningen har meddelats av bolagsstämman eller styrelsen.

Inspektionen skall även i övrigt med uppmärksamhet följa bolagets verksamhet i den mån det behövs för kännedom om de förhållanden som kan inverka på bolagets säkerhet eller annars är av betydelse för en sund utveckling av verksamheten.

Inspektionen är inte skyldig att vaka över att sådana bestämmelser iakttas som gäller rättigheter och skyldigheter för aktieägare i sådant aktiebolag i förhållande till bolaget eller till annan aktieägare eller sådana bestämmelser som angår bolagets inre angelägenheter.

29 § Bankinspektionen utövar tillsyn med ledning av handlingar, vilka ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall lämna till inspektionen, och upplysningar som inspektionen enligt denna lag inhämtar vid undersökning hos bolaget eller på annat sätt.

Undersökning hos ett sådant aktiebolag skall äga rum när bankinspektionen anser det behövligt.

30 § Har ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § fattat beslut som strider mot denna lag eller annan författning som reglerar bolagets verksamhet, mot föreskrift som meddelats med stöd av denna lag eller mot bolagsordningen, får bankinspektionen förbjuda verkställighet av beslutet. Har beslutet gått i verkställighet får inspektionen förelägga bolaget att göra rättelse, om det kan ske.

Driver ett bolag verksamhet i strid mot de i första stycket angivna reglerna för verksamheten eller åsidosätter bolaget uppenbart kunds intresse eller visar det sig på annat sätt olämpligt att utöva verksamhet, får bankinspektionen förelägga bolaget att inom viss tid göra rättelse, om det kan ske. Ett sådant föreläggande får dock inte meddelas i fråga om sådana föreskrifter i lag, som det är straffbart att överträda.

31 § Bankinspektionen får förelägga ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § att upphöra med verksamhet som innefattar handel med fondpapper eller andra finansiella instrument för egen eller andras räkning på en utländsk värdepappersmarknad, om det med hänsyn till reglerna för eller tillsynen av marknaden framstår som olämpligt att bolaget utövar verksamhet där.

32 § Tillstånd som enligt denna lag givits ett aktiebolag att driva rörelse får återkallas av bankinspektionen om:

1. bolagets eget kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet och bristen inte har blivit fylld inom tre månader efter det att den blev känd för bolaget,
2. bolaget genom att överträda denna lag eller föreskrift som meddelas med stöd av lagen eller genom att uppenbart åsidosätta uppdragsgivares intresse eller på annat sätt visar sig olämpligt att utöva sådan rörelse som tillståndet avser,
3. förutsättningar för tillstånd enligt denna lag inte längre föreligger,
4. rörelsen annars prövas vara till skada för det allmänna.

33 § Tillstånd som enligt 14 § andra stycket givits ett aktiebolag att förvärva aktie eller andel i ekonomisk förening i ett utländskt företag som i hemlandet driver rörelse som avses i 2 § 1–6 får återkallas av bankinspektionen, om företaget uppenbart åsidosätter svenska uppdragsgivares intressen eller på annat sätt visat sig olämpligt att driva sådan rörelse.

Har tillstånd återkallats enligt första stycket skall aktiebolaget skyndsamt sälja förvärvade aktier eller andelar eller på annat sätt avveckla sitt ägande i företaget.

34 § Återkallar bankinspektionen tillstånd att driva rörelse enligt denna lag, kan inspektionen förelägga aktiebolaget att, intill dess denna rörelse har avvecklats, upphöra med annan verksamhet.

Hänför sig förhållande som anges i 32 § 2–4 till verksamhet som drivs med tillstånd enligt 13 § tredje stycket, kan bankinspektionen återkalla sådant tillstånd och förelägga aktiebolaget att upphöra med denna verksamhet för viss tid eller tills vidare.

Har tillstånd återkallats, får aktiebolaget dock vidta de åtgärder som behövs för att fullgöra ingångna avtal eller för att skydda uppdragsgivare mot förlust.

35 § Föreligger förhållande som anges i 32 § 2–4, får bankinspektionen meddela aktiebolaget skriftlig erinran i stället för att återkalla bolagets tillstånd, om det kan antas att bolaget låter sig rättas därav. Inspektionen får även meddela ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skriftlig erinran, om bolaget annars inte följer i 28 § första stycket angivna stadganden och beslut eller om annat förhållande föreligger som menligt in-

verkar på bolagets säkerhet eller motverkar en sund utveckling av verksamheten. Skriftlig erinran får förenas med föreskrift om rättelse.

Föreligger missförhållande hos ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § i annat fall än som anges i första stycket, får bankinspektionen i särskilt beslut göra anmärkning om det.

36 § Bankinspektionen skall, om inte särskilda skäl talar däremot, förordna en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av ett bolag som erhållit tillstånd enligt 3 §. Inspektionen kan när som helst återkalla sådant förordnande och i stället utse ny revisor.

Har tillstånd för ett aktiebolag att driva rörelse återkallats, gäller förordnandet för den av bankinspektionen utsedde revisorn till dess rörelsen har avvecklats och revisorn till inspektionen har avlämnat en berättelse över avvecklingen.

Aktiebolaget skall till revisor, som har förordnats enligt första stycket, utge ersättning med belopp som bankinspektionen bestämmer.

37 § Bankinspektionen får kalla till sammanträde med styrelsen för ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § eller begära att styrelsen kallar till extra bolagsstämma. Har styrelsen inte efterkommit sådan begäran, får inspektionen kalla till extra bolagsstämma. Företrädare för inspektionen får närvara vid styrelsesammanträde, som inspektionen har utlyst, och vid bolagsstämma samt delta i överläggningarna.

38 § Regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen får meddela föreskrifter om hur ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall föra räkenskaper och om hur dess värdehandlingar skall förvaras och inventeras.

39 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall på tid och sätt som bankinspektionen bestämmer:

1. hålla bolagets kassa, övriga tillgångar, räkenskapsmaterial och andra handlingar tillgängliga för granskning av inspektionen,
2. upprätta och till inspektionen lämna översikt som visar bolagets tillgångar och skulder,
3. till inspektionen lämna årsredovisning och i förekommande fall koncernredovisning jämte revisionsberättelse samt protokoll vid ordinarie bolagsstämma,
4. till inspektionen anmäla vem som har utsetts till styrelseledamot, verkställande direktör eller suppleant samt ändring i förhållande som har anmälts,
5. underrätta inspektionen om bolaget har beslutat upphöra eller annars upphör med rörelse vartill bolaget fått tillstånd enligt denna lag,
6. även i övrigt meddela inspektionen alla de upplysningar och uppgifter som inspektionen anser behövliga för tillämpningen av denna lag.

Finner bankinspektionen anledning anta att bolagets eget kapital understiger två tredjedelar av det registrerade aktiekapitalet, skall bolaget på anmodan av inspektionen ofördröjligen upprätta balansräkning och kalla revisorerna att granska denna.

40 § Finns ett väsentligt samband mellan ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § och ett annat företag som handlar med fondpapper och andra finansiella instrument eller lämnar kredit mot säkerhet i fondpapper, får bankinspektionen besluta att företaget skall lämna upplysning om förhållandet till bolaget och om sådan verksamhet som anknyter till bolagets verksamhet.

Väsentligt samband anses föreligga om

1. aktiebolaget och företaget leds eller står under väsentligt inflytande av samma eller i huvudsak samma personer eller personer som genom släktskap eller äktenskap eller liknande förhållande är varandra närstående,
2. vinsten av bolagets och företagets verksamhet helt eller till betydande del skall direkt eller indirekt tillfalla samma eller i huvudsak samma personer eller personer som genom släktskap eller äktenskap eller liknande förhållande är varandra närstående.

41 § Om någon driver sådan verksamhet, att denna lag kan antas vara tillämplig, får bankinspektionen förelägga denne att till inspektionen lämna de upplysningar om verksamheten som behövs för att bedöma om lagen är tillämplig.

42 § Den som i annat land driver rörelse som avses i 2 § 1–6 får vara verksam på den svenska värdepappersmarknaden endast om anmälan härom skett till bankinspektionen.

Finner bankinspektionen att den som enligt första stycket är anmälningsskyldig inte i hemlandet meddelats tillstånd att driva rörelse efter prövning som framstår som godtagbar eller att tillsynen i hemlandet av den anmälningsskyldige inte är tillfredställande skall inspektionen offentliggöra detta förhållande.

Har anmälan enligt första stycket inte inkommit till bankinspektionen eller har offentliggörande som avses i andra stycket skett, får ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § inte medverka vid affärer avseende fondpapper eller andra finansiella instrument där den anmälningsskyldige företräder någon part eller är verksam för egen räkning.

Skyldighet att upprätta avräkningsnota

43 § Vid köp, försäljning eller byte av fondpapper eller andra finansiella instrument skall avräkningsnota upprättas samma dag som avtal därom slutits.

Har avtalet avslutats i kommission skall en särskild avräkningsnota upp-

rättas beträffande uppgörelsen mellan kommissionären och den för vars räkning kommissionären handlat (kommittenten).

Avräkningsnotan skall upprättas på särskild blankett. Formulär till sådan blankett skall fastställas av bankinspektionen.

44 § Avräkningsnota skall upprättas av säljaren vid köp och av vardera parten vid byte. Är fondkommissionsbolag, för egen del eller annans räkning, part i avtalet skall avräkningsnotan dock alltid upprättas av honom.

45 § En avräkningsnota skall innehålla uppgift om

1. kontrahenternas namn och adress,
2. vilken dag avtalet ingåtts,
3. det antal och de slag av fondpapper eller andra finansiella instrument som omsatts,
4. köpeskillingen eller avtalat värde på de fondpapper eller andra finansiella instrument som omsatts genom byte och vid bytet avtalad mellanskillnad,
5. vem som upprättat notan.

Har avtalet avslutats i kommission skall detta anges i avräkningsnotan. Är kommissionären inte fondkommissionär skall även kommittentens namn och adress anges i avräkningsnotan.

46 § Den som upprättat en avräkningsnota skall inom tre dagar sända en kopia av notan till motparten i avtalet. Har ett fondkommissionsbolag handlat för någon annans räkning skall en kopia av notan inom samma tid sändas också till kommittenten.

Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall under minst tio år på betryggande sätt förvara avräkningsnotor, som upprättats av denne.

47 § Ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § skall, på sätt bankinspektionen beslutar, lämna inspektionen uppgift om innehållet i de avräkningsnotor som upprättats.

Bestämmelsernas tillämplighet på bankinstitut

48 § Tillstånd för ett bankinstitut att driva rörelse som avses i 2 § 1–6 får meddelas endast om bankinstitutet inte är olämpligt att driva sådan rörelse och om det kan antas att rörelsen inte blir till skada för det allmänna. Ett bankinstitut får driva rörelse som avses i 2 § 1–6 och samtidigt äga ett aktiebolag som erhållit tillstånd att driva rörelse som avses i 2 § 1–6.

49 § I fråga om rörelse som avses i 2 § 1–6 och som drivs av ett bankinstitut gäller 6 §, 12 §, 26 §, 32 § 2–4, 34 § tredje stycket, 40 §, 42 § tredje stycket, 43–47 §§ samt bankrörelselagen (1987:617) och, alltefter bankinstitutets art, bankaktiebolagslagen (1987:618), sparbankslagen (1987:619) eller föreningsbankslagen (1987:620).

Förbud mot handel i vissa fall

50 § Den som på grund av befattning eller annars har anknytning till ett aktiebolag eller ett bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § får inte för egen räkning genom köp, byte eller därmed jämförligt fång förvärva fondpapper eller förvärva eller sälja andra finansiella instrument annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning, om han normalt har insyn i uppdragsgivares affärer med fondpapper och andra finansiella instrument som har sådan omfattning att det allmänna försäljningsvärdet kan påverkas. Vad som nu sagts gäller också i fråga om blankning av fondpapper.

Utan hinder av första stycket får förvärv ske av sådana obligationer och förlagsbesvis som inte är konvertibla.

51 § Den som avses i 50 § skall till aktiebolaget eller bankinstitutet oförd röjligen anmäla innehav av fondpapper och andra finansiella instrument och ändring i innehavet. Anmälningsskyldigheten gäller inte för sådana obligationer och förlagsbevis som inte är konvertibla. Bolaget eller bankinstitutet skall föra förteckning över anmälningarna och hålla den tillgänglig för bankinspektionen.

Anmälningsskyldighet enligt första stycket omfattar fondpapper och andra finansiella instrument som ägs av:

1. den anmälningsskyldige,
2. make eller sambo till den anmälningsskyldige,
3. omyndigt barn som står under den anmälningsskyldiges vårdnad,
4. juridisk person över vars verksamhet den anmälningsskyldige har väsentligt inflytande och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 2 eller 3 eller flera av dem tillsammans har en

ägarandel, uppgående till tio procent eller mer av aktiekapitalet om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av andelarna om den juridiska personen är av annat slag, eller

ekonomisk andel, innefattande rätt att uppbära tio procent eller mer av avkastningen, eller

röstandel, uppgående till tio procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av röstetalet hos det högsta beslutande organet om den juridiska personen är av annat slag.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma innehav av ett finansiellt instrument eller för ändring i innehavet behöver anmälan endast göras av en av dem.

52 § Styrelsen för eller verkställande direktör hos ett aktiebolag eller ett bankinstitut som avses i 50 § skall skyndsamt skriftligen erinra den som avses i 51 § första stycket om hans anmälningsskyldighet enligt denna lag.

Avgift för tillsyn

53 § För att täcka kostnaden för bankinspektionens tillsynsverksamhet enligt denna lag skall ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

För tillsyn över rörelse som bedrivs av ett bankinstitut enligt denna lag betalas avgift enligt bestämmelser i bankrörelselagen (1987:617).

Courtage

54 § Om det behövs med hänsyn till allmänhetens intresse får regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen meddela föreskrifter om den provision (courtage) som ett aktiebolag eller ett bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § får uppbära med anledning av ett uppdrag som avser en affär med fondpapper eller andra finansiella instrument till ett belopp av högst tiotusen kronor.

Tystnadsplikt

55 § Styrelseledamot eller befattningshavare hos ett aktiebolag eller ett bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § får inte obehörigen röja uppdragsgivares affärsförhållanden eller personliga förhållanden, om vilka han erhållit kännedom i denna sin egenskap, eller i strid med uppdragsgivares intresse utnyttja sådan kännedom. Han får inte heller obehörigen röja eller utnyttja vad han till följd av anmälan enligt 51 § har fått veta om annans ekonomiska eller personliga förhållanden.

Vite

56 § Meddelar bankinspektionen föreläggande, föreskrift eller förbud enligt denna lag får inspektionen förelägga vite.

Hur man överklagar

57 § Beslut som bankinspektionen i särskilt fall meddelat enligt denna lag eller med stöd av regeringens förordnande enligt lagen får överklagas hos kammarrätten. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart.

Föreskrifter om överklagande av bankinspektionens beslut om föreskrifter med stöd av ett bemyndigande enligt denna lag meddelas av regeringen.

Ansvar

58 § Den som driver rörelse som avses i 2 § 1–6 utan tillstånd döms till böter eller fängelse i högst ett år.

59 § Den som uppsåtligen eller av oaktsamhet bryter mot 7 § döms till böter.

60 § Om styrelseledamot eller befattningshavare hos aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § uppsåtligen eller av oaktsamhet genom oriktig bokföring eller på annat sätt lämnar bankinspektionen felaktiga upplysningar om verksamheten, döms han till böter eller fängelse i högst ett år. I ringa fall döms inte till ansvar.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.
2. Genom lagen upphävs fondkommissionslagen (1979:748).
3. Ett fondkommissionsbolag som vid ikraftträdandet vid sidan av fondkommissionsrörelsen även driver annan rörelse som kräver tillstånd enligt denna lag får utan hinder av att tillstånd inte meddelats fortsätta verksamheten, dock längst till utgången av år 1992 eller, om ansökan om tillstånd då getts in, till dess ansökningen slutligt har prövats.
4. Ett fondkommissionsbolag som vid lagens ikraftträdande inte uppfyller bestämmelsen i 10 § får utan hinder härav fortsätta verksamheten, dock längst till utgången av år 1992.
5. Den som vid lagens ikraftträdande driver rörelse som avses i 2 § 2–6 och som inte har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse får utan hinder av att tillstånd inte meddelats fortsätta verksamheten, dock längst till utgången av år 1992 eller, om ansökan om tillstånd då getts in, till dess ansökningen slutligt har prövats.
6. Regeringen får föreskriva lägre kapitalkrav än vad som anges i 18 §. Sådan föreskrift får dock gälla längst till utgången av år 1992.
7. Vad som sägs om fondpapper i 23 § första stycket gäller även aktier som avses i punkt 3 i övergångsbestämmelserna till lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet.
8. Besvär över bankinspektionens beslut som fullföljts till regeringen före lagens ikraftträdande skall prövas av regeringen.

5 Förslag till Lag om disciplinnämnd för värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelser

1 § För prövning av disciplinärenden på värdepappersmarknaden skall finnas en disciplinnämnd.

Disciplinnämnden har till uppgift att pröva disciplinärenden som anges i lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet.

Disciplinnämndens sammansättning

2 § Disciplinnämnden består av fem ledamöter. Ordföranden och vice ordföranden skall vara lagkunniga och erfarna i domarvärv. De tre övriga ledamöterna skall ha särskild insikt i förhållandena på värdepappersmarknaden. Ledamöterna får ej utses bland personer som kan anses företräda intressen på värdepappersmarknaden.

För ledamöterna skall finnas suppleanter till det antal som regeringen bestämmer.

3 § Regeringen utser ledamöter och suppleanter i disciplinnämnden.

4 § Disciplinnämndens ledamöter och suppleanter för dem utses för tre kalenderår. Avgår någon i förtid, skall efterträdare utses för återstående tid.

Regeringen bestämmer arvoden för ledamöter och suppleanter.

5 § Ordföranden bestämmer ordningen för suppleanternas inträde vid förfall för ledamot. Annan än den som är lagkunnig och erfaren i domarvärv får ej tjänstgöra som ordförande.

6 § Disciplinnämnden är beslutför med ordförande och minst två andra ledamöter.

Beslut om att medlemskap i börs eller clearingorganisation skall upphöra, skall ha biträtts av minst fyra ledamöter. Detsamma gäller beslut om avregistrering eller föreläggande vid påföljd av avregistrering av ett vid börs inregistrerat fondpapper.

Förfarandet

7 § Disciplinärenden upptas till prövning av disciplinnämnden efter ansökan av styrelsen för en börs eller en clearingorganisation. Ansökan kan även upptas om den gjorts av ett därtill utsett organ hos en börs eller en clearingorganisation.

8 § Ansökan om prövning av ett disciplinärende skall göras skriftligen hos disciplinnämnden och innehålla en redogörelse för de omständigheter som ligger till grund för ansökningen samt yttrande om den åtgärd som sökanden anser bör beslutas av disciplinnämnden. De skriftliga handlingar som åberopas till stöd för ansökningen skall samtidigt lämnas in till disciplinnämnden.

9 § Disciplinnämnden skall utan dröjsmål pröva en inkommen ansökan. Om interimistiskt beslut i ett disciplinärende meddelats av en börs eller en clearingorganisation, skall disciplinnämnden ta upp ärendet till prövning så snart ske kan, dock senast en vecka efter det att ärendet anhängiggjordes i nämnden.

10 § Disciplinnämnden får ej meddela beslut utan att motparten beretts tillfälle att yttra sig över ansökningen.

Ärende får avgöras utan sammanträde med parterna inför nämnden, om tillfredsställande utredning föreligger och part inte begär att få närvara vid sammanträde.

Vid sammanträde inför disciplinnämnden skall sökanden och motparten lägga fram sina synpunkter och förebringa den utredning de vill åberopa.

11 § Part är skyldig att lämna disciplinnämnden de upplysningar som nämnden behöver för att kunna fullgöra sin uppgift enligt denna lag och annan författning.

12 § Sammanträde vid disciplinnämnden skall hållas inom stängda dörrar.

I fråga om offentlighet och sekretess i nämndens verksamhet gäller vad som föreskrivs i 9 kap. 12 a § sekretesslagen (1980:100).

13 § Vid disciplinnämndens sammanträden skall föras protokoll.

14 § Beslut skall efter det att disciplinärendet prövats meddelas utan dröjsmål. Behövs rådrum för ärendets avgörande eller beslutets avfattande får disciplinnämnden uppskjuta meddelandet av beslutet en vecka från det att ärendet beretts för avgörande.

15 § I disciplinnämndens beslut skall anges de skäl på vilka beslutet grundas. I beslutet anges vad den som vill klandra det har att iakttaga. Beslutet jämte avvikande meningar skall sändas till parterna.

16 § Den som inte godtar disciplinnämndens beslut i ett disciplinärende får klandra beslutet genom att väcka talan vid Stockholms tingsrätt inom tre veckor från den dag beslutet meddelades. Klandras inte beslutet inom denna tid är rätten till talan förlorad.

17 § Disciplinnämndens beslut gäller omedelbart. Klandras beslutet, gäller det till dess målet avgjorts av domstol.

18 § Vardera parten skall bära sin kostnad för förfarandet vid disciplinnämnden.

Tillsyn

19 § Bankinspektionen övervakar att verksamheten vid disciplinnämnden utövas i enlighet med denna lag.

Disciplinnämnden skall hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för bankinspektionen. Disciplinnämnden skall även i övrigt lämna inspektionen de upplysningar om sin verksamhet och därmed sammanhängande omständigheter som inspektionen begär.

Övriga bestämmelser

20 § För att täcka kostnaden för disciplinnämndens verksamhet skall börser och clearingorganisationer årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

21 § Uppstår under ett räkenskapsår brist i disciplinnämndens verksamhet som inte kan täckas av medel som står till förfogande skall en tilläggsavgift tas ut av börserna och clearingorganisationerna. Tilläggsavgiftens storlek bestäms av regeringen.

22 § Disciplinnämnden skall avsätta medel till en verksamhetsfond. Fondens medel skall användas för att täcka förlust som har uppkommit i disciplinnämndens verksamhet och som ej kan täckas av andra medel. Beloppet av fonderade medel får inte överstiga tio basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

6 Förslag till Lag om insynshandel på värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs som följer.

Inledande bestämmelser

1 § Denna lag innehåller bestämmelser om begränsningar i rätten för fysiska personer att handla med fondpapper och andra finansiella instrument och om anmälningsskyldighet för innehav av fondpapper och andra finansiella instrument.

2 § Bankinspektionen övervakar efterlevnaden av bestämmelserna i denna lag.

Definitioner

3 § Beteckningarna fondpapper och andra finansiella instrument har i denna lag den betydelse som anges i 2 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet.

Innehas fondpapper eller andra finansiella instrument av ett och samma slag av minst tvåhundra ägare, anses de vid tillämpningen av denna lag vara allmänt spridda.

Med värdepapperscentralen avses i denna lag Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag.

Vad som föreskrivs om aktie skall också tillämpas på emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis och liknande fondpapper.

De bestämmelser som gäller aktier tillämpas också på aktieoptioner och aktieterminer. Därvid skall utfärdande av köpoption likställas med försäljning av de aktier optionen avser medan utfärdande av säljoption skall likställas med köp av aktierna. Förvärv av köpoption skall jämställas med köp av aktierna och förvärv av säljoption med försäljning av aktierna.

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

4 § Om en juridisk person äger så många aktier eller andelar i en annan svensk eller utländsk juridisk person att den har mer än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar, är vid tillämpningen av denna lag den förra moderföretag och den senare dotterföretag. Äger ett dotterföretag eller äger ett moderföretag och ett eller flera dotterföretag tillsammans eller äger flera dotterföretag tillsammans aktier eller andelar i en annan juridisk person i den omfattning som angetts nu, är även den sistnämnda juridiska personen dotterföretag till moderföretaget.

Har en juridisk person i annat fall på grund av aktie- eller andelsinnehav eller avtal ensam ett bestämmande inflytande över en annan juridisk person och en betydande andel i resultatet av dess verksamhet, är den förra moderföretag och den senare dotterföretag.

Moderföretag och dotterföretag utgör tillsammans en koncern.

Om två juridiska personer äger så många aktier eller andelar i en annan svensk eller utländsk juridisk person att de har hälften var av rösterna för samtliga aktier eller andelar, är vid tillämpningen av denna lag de förstnämnda juridiska personerna att jämställa med moderföretag och den sistnämnda att jämställa med dotterföretag.

5 § Följande fysiska personer i ett aktiebolag med allmänt spridda aktier anses enligt denna lag ha insynsställning i bolaget:

1. styrelseledamot eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
2. verkställande direktör eller vice verkställande direktör i bolaget eller dess moderföretag,
3. verkställande direktör eller annan ledande befattningshavare i ett dotterföretag, om han normalt kan antas få tillgång till icke offentliggjord information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,
4. revisor eller suppleant i bolaget eller dess moderföretag,
5. bolagsman i ett handelsbolag som är bolagets moderföretag, dock ej kommanditdelägare,
6. innehavare av annan ledande befattning i eller annat kvalificerat uppdrag av stadigvarande natur för bolaget eller dess moderföretag, om befattningen eller uppdraget normalt kan antas medföra tillgång till icke offentliggjord information om sådant förhållande som kan påverka kursen på aktierna i bolaget,
7. den som äger aktier i bolaget, motsvarande minst fem procent av aktiekapitalet eller av röstetalet för samtliga aktier i bolaget, eller äger aktier i denna omfattning tillsammans med sådan fysisk eller juridisk person som är aktieägaren närstående på det sätt som anges i 12 § första stycket 1–3.

Bankinspektionen skall på begäran av bolaget eller dess moderföretag pröva frågan, om en befattningshavare eller en uppdragstagare har en sådan ledande ställning eller ett sådant kvalificerat uppdrag som avses i första stycket 3 eller 6.

Förbud mot insynshandel

6 § En person som genom anställning, befattning eller uppdrag har fått information eller kunskap om en icke offentliggjord omständighet, som kan väsentligt påverka kursen på fondpapper eller andra finansiella instrument, vilka är allmänt spridda, får inte för egen eller annans räkning köpa eller sälja sådana fondpapper eller finansiella instrument eller med råd eller på

annat därmed jämförligt sätt föranleda någon annan till sådant köp eller försäljning, innan omständigheten blivit allmänt känd eller upphört att äga betydelse för kurssättningen.

Första stycket gäller även

1. en fysisk person som fått information eller kunskap om en omständighet rörande ett aktiebolag i vilket han har insynsställning på grund av aktieägande enligt 5 § 7,

2. den som har fått information eller kunskap om en omständighet av någon som erhållit kännedom om omständigheten under sådana förhållanden som sagts förut i denna paragraf eller av någon annan med nära anknytning till denna person, om han har anledning att anta att omständigheten inte är allmänt känd.

7 § Omständigheter som enligt 6 § kan väsentligt påverka kursen på fondpapper eller andra finansiella instrument kan bland annat vara

1. en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiebolag, vars aktier är allmänt spridda,

2. någon annan omständighet i ett aktiebolags eller dess moderföretags verksamhet om vilken upplysning lämnas i årsredovisning, delårsrapport, årsbokslut eller annan form,

3. beslut av portföljförvaltare eller kapitalplacerande institutioner om köp eller försäljning av ett eller flera fondpapper eller andra finansiella instrument eller liknande marknadsinformation,

4. ränteändringar, valutakursändringar, ändringar i skattelag och andra liknande händelser av allmänt kursdrivande natur.

8 § Har det hos en juridisk person vidtagits någon åtgärd, som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande till en vidare krets om förvärv av aktier i ett aktiebolag, vars aktier är allmänt spridda, skall vid tillämpningen av 6 § en omständighet som kan väsentligt påverka kursen på fondpapper eller andra finansiella instrument, vilkas värde berörs av åtgärden, anses föreligga åtminstone när

1. frågan om offentligt erbjudande väckts i den juridiska personens styrelse eller hos någon annan som kan fatta beslut om erbjudandet,

2. företrädare för den juridiska personen kommit överens med företrädare för aktiebolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande, eller

3. den juridiska personen gjort eller låtit göra en utredning om de affärsmässiga förutsättningarna för ett offentligt erbjudande eller en plan för erbjudandets genomförande.

9 § Bestämmelserna i 6 § om förbud mot insynshandel gäller inte

1. för befattningshavare hos aktiebolag eller bankinstitut, som enligt fondkommissionslagen (1990:000) erhållit tillstånd att driva rörelse som

fondkommissionär, marknadsgarant, fondpappersförvaltare eller värdepappersförmedlare, vid fullgörande av köp- eller säljorder i rörelsen,

2. köp av annat än option eller termin då den icke offentliggjorda omständigheten är ägnad att sänka kursen eller försäljning av annat än option eller termin då den icke offentliggjorda omständigheten är ägnad att höja kursen,

3. fullgörande av uppgifter som åligger någon på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,

4. köp i fall som avses i 8 § för den juridiska personens räkning av aktier i aktiebolaget.

Bestämmelserna i 6 § utgör inte heller hinder för

1. innehavare av option att den dag då optionens löptid går ut köpa eller sälja den underliggande tillgången eller sälja optionen,

2. utfärdare av option att i samband med lösen sälja eller köpa den underliggande tillgången som optionen avser,

3. köpare och säljare av termin att vid slutdag fullgöra avtalet.

Korttidshandel

10 § Den som enligt 5 § 1–6 har insynsställning i ett aktiebolag med allmänt spridda aktier skall, om han under en tid av sex månader från förvärv av aktier i bolaget överlåter aktier med samma rättigheter eller inom samma tid från överlåtelse av aktier i bolaget förvärvar aktier med samma rättigheter, till bolaget betala ett belopp motsvarande den vinst förfarandet medfört för honom. Bestämmelsen gäller endast förvärv och överlåtelse som sker mot vederlag.

Betalningsskyldigheten enligt första stycket gäller även en juridisk person, som är personen med insynsställning närstående enligt vad som sägs i 12 § 3.

Vad som föreskrivs i första stycket gäller inte vid utnyttjande av rätt vid nyemission eller fondemission i bolaget.

Bankinspektionen kan om särskilda skäl föreligger medge undantag från bestämmelserna i första och andra styckena.

Anmälnings- och förteckningsskyldighet

11 § Den som har insynsställning i ett aktiebolag, som är avstämningsbolag som avses i 3 kap. 8 § aktiebolagslagen (1975:1385) och vars aktier är allmänt spridda, skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till värdepapperscentralen.

Den som har insynsställning i ett svenskt aktiebolag som inte är avstämningsbolag men vars aktier är allmänt spridda skall skriftligen anmäla innehav av aktier i bolaget och ändring i innehavet till bankinspektionen och bolaget.

Bankinspektionen kan meddela befrielse från anmälningsskyldigheten

om motsvarande uppgifter kan erhållas på annat sätt.

Anmälningsskyldigheten gäller dock inte

1. innan den som avses i 5 § första stycket 3 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 16 § fjärde stycket eller 17 §,

2. om innehavet inte uppgår till 50 aktier eller, om innehavet avser värdepapper som enligt 3 § fjärde stycket likställs med aktier, understiger ett marknadsvärde motsvarande 10 000 kronor,

3. om ändring i innehavet efter den senast gjorda anmälningen inte uppgår till 50 aktier eller, om ändringen avser värdepapper som enligt 3 § fjärde stycket likställs med aktier, understiger ett marknadsvärde motsvarande 10 000 kronor,

4. om ökning i innehavet föranletts av fondemission eller av att akties nominella belopp sänkts genom att aktien delats upp,

5. interimsbevis som erhållits i utbyte mot annat värdepapper som avses i 3 § fjärde stycket.

Av 12 § framgår att anmälningsskyldigheten omfattar även vissa närståendes aktieinnehav.

12 § Vid tillämpning av 11 § skall följande aktier i bolaget likställas med den anmälningsskyldiges egna, nämligen sådana som ägs av

1. make eller sambo till den anmälningsskyldige,

2. omyndiga barn som står under den anmälningsskyldiges vårdnad,

3. juridisk person över vars verksamhet den anmälningsskyldige har ett väsentligt inflytande och i vilken den anmälningsskyldige eller någon som avses i 1 eller 2 eller flera av dem tillsammans innehar

ägarandel, uppgående till tio procent eller mer av aktiekapitalet om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av andelarna om den juridiska personen är av annat slag, eller

ekonomisk andel, innefattande rätt att uppbära tio procent eller mer av avkastningen, eller

röstandel, uppgående till tio procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier om den juridiska personen är ett aktiebolag eller av röstetalet hos det högsta beslutande organet om den juridiska personen är av annat slag.

Om flera personer är anmälningsskyldiga för samma aktieinnehav eller för ändring i innehavet, behöver anmälan endast göras av en av dem.

13 § Anmälan enligt 11 § skall innehålla uppgift om

1. den anmälningsskyldiges namn, personnummer och adress,

2. bolagets firma,

3. vilket slag av insynsställning den anmälningsskyldige har,

4. antal eller värde och olika slag av aktier som den anmälningsskyldige tillsammans med närstående enligt 12 § första stycket 1–3 äger i bolaget,

5. storleken av ökningen eller minskningen av aktieinnehavet,

6. tidpunkten för ändringen eller ändringarna,

7. vilken persons aktieinnehav som ändrats och i förekommande fall dennes släktskap med eller anknytning till den anmälningsskyldige.

14 § Anmälan om aktieinnehav eller ändring i innehavet skall göras senast 14 dagar efter det att

1. en omständighet inträffat som medför att bolagets aktier i fortsättningen skall anses vara allmänt spridda,

2. insynsställning uppkommit enligt 5 § första stycket 1, 2, 4, 5 eller 7 eller den som avses med 5 § första stycket 3 eller 6 tagit emot underrättelse enligt 16 § fjärde stycket eller 17 §,

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

4. den anmälningsskyldige fått vetskap om att närstående, som avses i 12 §, innehar, förvärvat eller överlåtit aktier i bolaget eller att annan ändring skett i den närståendes aktieinnehav.

15 § Värdepapperscentralen skall senast dagen efter det att anmälan enligt 11 § mottagits sända uppgift om dess innehåll till bankinspektionen och till bolaget.

Har bankinspektionen enligt 11 § meddelat befrielse från anmälningsskyldigheten, lämnar inspektionen i stället för värdepapperscentralen uppgifter till bolaget om innehav av aktier och ändring i aktieinnehavet.

Uppgifter enligt första och andra styckena skall hos bolaget hållas tillgängliga för var och en. Den som vill har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en kopia av uppgifterna eller del av dem.

16 § Ett aktiebolag med allmänt spridda aktier skall utan dröjsmål upprätta och fortlöpande föra en förteckning över sådana arbets- eller uppdragstagare i bolaget som avses i 5 § första stycket 1–4 och 6.

Bolaget skall genast lämna en kopia av förteckningen till bankinspektionen och underrätta denna så snart någon ändring i förteckningen skett. Har inspektionen enligt 11 § första stycket meddelat befrielse från anmälningsskyldigheten, skall kopia av förteckningen och underrättelse om ändringen lämnas även till värdepapperscentralen.

Förteckningen eller en kopia av den skall hos bolaget hållas tillgänglig för var och en. Den som vill har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en kopia av förteckningen eller del av den.

Bolaget skall genast skriftligen underrätta den som upptagits i förteckningen på grund av bestämmelsen i 5 § första stycket 3 eller 6 om dennes insynsställning och anmälningsskyldighet. Kopia av underrättelsen skall samtidigt sändas till bankinspektionen.

17 § Moderföretag till aktiebolag med allmänt spridda aktier skall utan dröjsmål upprätta och fortlöpande föra en förteckning över dem som har sådan ställning i eller sådant uppdrag för moderföretaget som avses i 5 § första stycket 1, 2, 4–6. Bestämmelserna i 16 § andra–fjärde styckena skall tillämpas även på moderföretaget.

Bankinspektionens utredande verksamhet

18 § Om det finns anledning anta att en bestämmelse i 6 § överträtts eller att någon genomfört en transaktion som medför betalningsskyldighet enligt 10 §, får bankinspektionen begära in uppgifter i utredningssyfte. Inspektionen får begära in sådana uppgifter av

1. den som det finns anledning anta har gjort överträdelsen eller genomfört transaktionen,
2. ett aktiebolag eller en juridisk person i övrigt vars fondpapper eller andra finansiella instrument överträdelsen eller transaktionen gäller,
3. den juridiska person som lämnat det offentliga erbjudandet om aktieförvärv,
4. moderföretaget till det aktiebolag eller den juridiska person som avses i 2 eller 3,
5. regeringskansliet, riksbanken, riksgäldskontoret och annan myndighet,
6. aktiebolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) och som handlat med, förvaltat eller på annat sätt i sin rörelse handhaft fondpapper eller andra finansiella instrument som överträdelsen eller transaktionen gäller,
7. någon annan som köpt eller sålt fondpapper eller andra finansiella instrument, om det finns anledning anta att köpet eller försäljningen föranletts av otillåtet råd eller därmed jämförlig åtgärd som avses i 6 §.

Finns det anledning anta att någon har överträtt andra bestämmelser i denna lag och är överträdelsen belagd med straff, får inspektionen i utredningssyfte också infordra uppgifter av denne.

Registrering av aktieinnehav

19 § Bankinspektionen skall föra register över anmälningar som gjorts enligt 11 § eller däremot svarande uppgifter från värdepapperscentralen (insynsställningsregister).

Uppgifter i insynsställningsregistret om sådant aktieinnehav som inte längre omfattas av anmälningsskyldighet får avföras ur registret. Uppgifterna skall dock bevaras i minst tio år efter det att de avförts.

Hur man överklagar

20 § Bankinspektionens beslut enligt denna lag får överklagas hos kammarrätten. Inspektionens beslut skall gälla omedelbart.

Vite

21 § Om någon inte fullgör sin skyldighet enligt 18 § första stycket 2–4 får bankinspektionen förelägga vite.

Ansvar

22 § Den som uppsåtligen bryter mot 6 § skall för *olaga insynshandel* dömas till böter eller fängelse i högst två år, om gärningen inte är belagd med strängare straff i brottsbalken.

Är brottet med hänsyn till värdepappersaffärens omfattning och övriga omständigheter grovt, skall dömas till fängelse lägst sex månader och högst fyra år, om gärningen inte är belagd med strängare straff i brottsbalken.

Den som av grov oaktsamhet bryter mot 6 § skall dömas till böter eller fängelse i högst sex månader.

I fall som kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som annars är ringa skall inte dömas till ansvar enligt första eller tredje stycket.

23 § Till böter eller fängelse i högst sex månader skall den dömas som uppsåtligen eller av oaktsamhet

1. underlåter att inom föreskriven tid göra anmälan enligt 11 §,
2. lämnar oriktig eller vilseledande uppgift vid fullgörande av anmälningsskyldighet enligt 11 § eller vid fullgörande av uppgiftsskyldighet som avses i 18 § första stycket 2–4,
3. underlåter att iaktta åliggande enligt 15 § tredje stycket, 16 eller 17 §.

I ringa fall skall inte dömas till ansvar.

Förverkande

24 § Vinning av brott enligt 22 § skall förklaras förverkad om det inte är oskäligt.

Åtal m.m.

25 § Allmänt åtal för brott enligt denna lag får väckas endast efter medgivande av bankinspektionen.

Om talan angående skyldighet enligt 10 § att betala vinst till ett aktiebolag inte väcks av bolaget, får sådan talan föras av allmän åklagare efter anmälan av bankinspektionen.

Kostnad för tillsyn

26 § För att täcka kostnaden för bankinspektionens övervakning enligt denna lag skall aktiebolag och bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) och börser och clearingorganisationer som har tillstånd enligt lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet samt Stockholms fondbörs årligen betala bidrag enligt de närmare föreskrifter som regeringen meddelar.

---

1. Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.
2. Genom lagen upphävs lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

3. Om det i en lag eller en författning som har beslutats av regeringen hänvisas till en föreskrift som har ersatts genom en bestämmelse i denna lag tillämpas i stället den nya bestämmelsen.

4. Den som vid lagens ikraftträdande är skyldig att göra anmälan om innehav av aktier enligt 11 § och som icke tidigare har anmält innehavet enligt 10 § lagen om värdepappersmarknaden skall göra anmälningen före utgången av januari 1991.

7 Förslag till Lag om ändring i lagen (1949:722) om pantlånerörelse

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

Nuvarande lydelse

11 §[1]

Har ett lån förfallit till betalning, får panten försäljas.

Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som noterats på *fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs*, genom fondkommissionär till gällande börs- eller marknadspris.

Föreslagen lydelse

Åtgärder för försäljning får dock ej utan särskild begäran från låntagaren vidtas tidigare än två månader efter lånets förfallodag. Försäljningen får inte ske på annat sätt än på offentlig auktion på den ort, där pantsättningen ägt rum, eller, då panten är ett värdepapper som noterats på *Stockholms fondbörs eller annan börs*, genom fondkommissionär till gällande börs- eller marknadspris.

Försäljning på auktion skall minst åtta dagar i förväg kungöras i tidning inom orten med angivande även av lånets förfallodag eller, om flera panter skall försäljas, under vilken eller vilka månader förfallotiderna inträffat.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1985:576.

8 Förslag till Lag om ändring i taxeringslagen (1956:623)

Härigenom föreskrivs att 39 § 1 mom. 9 punkt och 3 mom. taxeringslagen (1956:623) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

39 §

1 mom.[1] I särskilda fall skall efter anmaning kontrolluppgifter för nästföregående kalenderår avlämnas på sätt framgår av följande uppställning:

Uppgiftsskyldig	*Vem uppgiften skall avse*	*Vad uppgiften skall avse*
9. Den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen *(1979:748)*.	Namngiven person.	Sådana uppgifter som enligt *19 § lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden* skall tas in i avräkningsnota och som avser avyttring av fondpapper enligt *4 § samma lag* eller av optioner som, utan att vara fondpapper, är föremål för marknadsmässig omsättning.

Föreslagen lydelse

Uppgiftsskyldig	*Vem uppgiften skall avse*	*Vad uppgiften skall avse*
9. Den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen*(1990:000)*.	Namngiven person.	Sådana uppgifter som enligt *45 § fondkommissionslagen (1990:000)* skall tas in i avräkningsnota och som avser avyttring av

[1] Senaste lydelse 1989:440.

Föreslagen lydelse

Uppgiftsskyldig	*Vem uppgiften skall avse*	*Vad uppgiften skall avse*
		fondpapper enligt *2 § 7 lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet* eller av optioner som, utan att vara fondpapper, är föremål för marknadsmässig omsättning.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
3 mom. [2] Den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen *(1979:748)* är skyldig att efter anmaning lämna uppgifter som avses i 1 mom. 9 även i fråga om ej namngivna personer. Detsamma gäller valutabank och fondkommissionär beträffande uppgifter som avses i 1 mom. 10.	3 mom. Den som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse enligt fondkommissionslagen *(1990:000)* är skyldig att efter anmaning lämna uppgifter som avses i 1 mom. 9 även i fråga om ej namngivna personer. Detsamma gäller valutabank och fondkommissionär beträffande uppgifter som avses i 1 mom. 10.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[2] Senaste lydelse 1989:440

9 Förslag till Lag om ändring i brottsbalken

Härigenom föreskrivs att i brottsbalken skall införas en ny paragraf, 9 kap. 9 a §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	9 kap. Om bedrägeri och annan oredlighet
	9 a §
	Den som vid handel på värdepappersmarknaden genom avtal, köp- eller säljanbud eller liknande förfarande vidtar vilseledande åtgärd för att påverka priset på fondpapper eller andra finansiella instrument, dömes för otillbörlig kurspåverkan till böter eller fängelse i högst två år.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

10 Förslag till Lag om ändring i aktiefondslagen (1974:931)

Härigenom föreskrivs att 19 § aktiefondslagen (1974:931) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
Fondbolags verksamhet	
19 §[1]	
Medel som tillföres aktiefond skall så snart det anses lämpligt placeras i värdepapper, i den mån behov av likvida medel icke föreligger.	Medel som tillföres aktiefond skall så snart det anses lämpligt placeras i värdepapper, i den mån behov av likvida medel icke föreligger.
Fondbolag får till aktiefond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen	Fondbolag får till aktiefond förvärva endast följande slag av värdepapper, nämligen
1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs,	1. svenska aktier, obligationer och andra värdepapper som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs*,
2. svenska aktier i bolag som träffat avtal med fondkommissionär om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),	2. svenska aktier i bolag som träffat avtal med fondkommissionär om att denne på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja aktier i bolaget (OTC-bolag),
3. utländska aktier, obligationer och andra värdepapper, om förvärv av sådana får ske enligt fondbestämmelserna och värdepapperen är föremål för notering och handel vid *fondbörs* eller eljest under betryggande förhållanden,	3. utländska aktier, obligationer och andra värdepapper, om förvärv av sådana får ske enligt fondbestämmelserna och värdepapperen är föremål för notering och handel vid *Stockholms fondbörs eller annan börs* eller eljest under betryggande förhållanden,
4. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid *fondbörs*,	4. aktier, obligationer och andra värdepapper som utbjuds till försäljning under sådana förhållanden att sannolika skäl finns för antagande att de inom ett år från förvärvet kommer att inregistreras vid *Stockholms fondbörs eller annan börs*,

[1] Senaste lydelse 1986:523.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
5. andra svenska aktier, obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,	5. andra svenska aktier, obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning,
6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–5,	6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–5,
7. skattkammar- och statsskuldväxlar.	7. skattkammar- och statsskuldväxlar.

Har värdepapper som förvärvats enligt andra stycket 4 ej inregistrerats inom ett år från förvärvet, skall de avyttras så snart det lämpligen kan ske, om de inte vid något tillfälle under ettårsperioden kunnat inrymmas inom trettioprocentsgränsen enligt femte stycket eller tioprocentsgränsen enligt sjätte stycket.

Fondbolag får ej till aktiefond förvärva aktier i bolaget eller fondandel i fonden.

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

Ett fondbolag får ej till fonden mot vederlag förvärva värdepapper som avses i andra stycket 5 eller bevis om rätt att teckna eller erhålla sådana värdepapper i sådan omfattning att värdet av värdepapperen och bevisen genom förvärvet kommer att överstiga tio procent av fondens värde.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

11 Förslag till Lag om ändring i aktiebolagslagen (1975:1385)

Härigenom föreskrivs i fråga om aktiebolagslagen (1975:1385)

dels att 3 kap. 13 §, 4 kap. 1, 18 och 22 §§, 5 kap. 1, 4 och 16 §§, 7 kap. 3 §, 8 kap. 5 §, 9 kap. 1 §, 10 kap. 3 § samt 11 kap. 12 § skall ha följande lydelse,

dels att i lagen skall införas en ny paragraf, 1 kap. 3 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap. Inledande bestämmelser	
3 §	
	Innehas i ett aktiebolag aktier av ett och samma slag av minst tvåhundra ägare, anses bolagets aktier vara allmänt spridda. Innehas andra fondpapper av ett och samma slag, som utgivits av ett aktiebolag, av minst tvåhundra ägare, anses sådana fondpapper vara allmänt spridda.
3 kap. Aktier, aktiebrev m.m. och aktiebok	
13 §	
Aktiebok hålles tillgänglig hos bolaget för envar. Föres aktieboken med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt, skall i stället utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas hos bolaget och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepapperscentralen. *Utskriften får ej vara äldre än sex månader. Envar har rätt att mot ersättning för kostnaderna få sådan utskrift av aktieboken eller del av den. När det gäller avstämningsbolag får dock utskrift enligt detta stycke ej innehålla uppgifter om aktieägare som har högst femhundra aktier i bolaget.*	Aktiebok hålles tillgänglig hos bolaget för envar. Föres aktieboken med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt, skall i stället utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas hos bolaget och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepapperscentralen. *När det gäller avstämningsbolag får dock utskrift enligt detta stycke inte innehålla uppgifter om aktieägare som innehar aktier vilka vid det senaste årsskiftet hade ett marknadsvärde som understeg fyra gånger det då gällande basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring.* *Utskrift som avses i första stycket får inte vara äldre än sex månader. Varje månad skall en utskrift göras med uppgifter om aktieägare som innehar aktier motsvarande minst en*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	tusendel av antalet aktier eller röster i bolaget.
	Envar har rätt att mot ersättning få sådan utskrift som nu sagts eller del av den.

Aktiebok eller, om aktieboken föres med maskin för automatisk databehandling eller på annat liknande sätt, utskrift av hela aktieboken avseende förhållandena tio dagar före bolagsstämma, skall hållas tillgänglig för aktieägarna vid stämman.

I utskrift upptages aktieägarna och de förvaltare som avses i 10 § andra stycket i alfabetisk ordning. Aktiebrevs nummer behöver ej anges.

4 kap. Ökning av aktiekapitalet genom nyemission eller fondemission

1 §[1]

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

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

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

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

[1] Senaste lydelse 1987:465.

Nuvarande lydelse

I fråga om aktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner *i aktiemarknadsbolag*, m.m.

Föreslagen lydelse

I fråga om aktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner *i aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda*, m.m.

18 §

När aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget, skall styrelsen upprätta en särskild redogörelse för bolagets förhållanden (emissionsprospekt) enligt 19–26 §§, *om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst en miljon kronor.*

När aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor, *eller vars aktier annars är allmänt spridda*, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget, skall styrelsen upprätta en särskild redogörelse för bolagets förhållanden (emissionsprospekt) enligt 19–26 §§. *Detsamma gäller om i annat fall en sådan åtgärd kan väntas leda till att ett aktiebolags aktier blir allmänt spridda.*

22 §

I emissionsprospekt skall följande uppgifter lämnas, nämligen

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

Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier noteras *på fondbörs eller på lista utgiven av sammanslutning av svenska fondkommissionärer.*

Uppgifter enligt första stycket 1 får utelämnas av aktiebolag, vars aktier noteras på *Stockholms fondbörs eller annan börs.*

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

5 kap. Konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning

1 §[2]

Aktiebolag kan mot vederlag utge konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Sådana skuldebrev skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order.

Konvertibla skuldebrev skall innehålla utfästelse från bolaget om att borgenär har rätt att helt eller delvis utbyta sin fordran enligt skuldebreven mot aktier i bolaget. Skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning skall ge borgenär rätt att teckna aktier i bolaget mot betalning i pengar.

Villkoren för utbyte eller nyteckning av aktier skall bestämmas så att utbyte eller nyteckning kan ske utan att bolagsordningen ändras. Vederlaget för konvertibelt skuldebrev får ej understiga det nominella beloppet på aktie som utlämnas vid utbyte, om ej mellanskillnaden täckes genom kontant betalning vid utbytet.

Optionsrätt till nyteckning kan knytas till optionsbevis fogade vid skuldebreven. Borgenär får skilja optionsbevis från skuldebrev och förfoga över beviset särskilt, om ej i skuldebrevet föreskrives att beviset får avskiljas först efter viss tid.

I fråga om aktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i *aktiemarknadsbolag*, m.m.

I fråga om aktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i *aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda*, m.m.

4 §

Beslut om emission skall ange

1. emissionens belopp eller högsta belopp eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,

2. den företrädesrätt att deltaga i emissionen som tillkommer aktieägare eller annan eller vem som eljest äger deltaga i emissionen,

3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp bestämts för emissionen,

4. den tid, ej understigande två veckor från utfärdandet av kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen eller, i fall som avses i 6 § fjärde stycket, från beslutet eller, i fråga om avstämningsbolag, från avstämningsdagen, inom vilken aktieägare kan begagna sin företrädesrätt till teckning,

[2] Senaste lydelse 1987:465.

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskurs och räntefot,

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

7. tid och villkor för utbyte eller nyteckning,

8. den rätt som skall tillkomma borgenär eller innehavare av optionsbevis för den händelse aktiekapitalet före utbytet eller nyteckningen ökas eller nedsättes eller nya konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utges eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion,

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

10. det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra, om aktier av olika slag finnes eller kan utges.

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

I fråga om avstämningsbolag iakttages, att avstämningsdag skall anges i emissionsbeslutet, om aktieägare skall ha företrädesrätt att deltaga i emissionen. Avstämningsdagen får ej sättas tidigare än tre veckor från det beslutet kungjorts enligt 6 § första stycket första meningen.

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

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

16 §

Bestämmelserna i 4 kap. 19–26 §§ om emissionsprospekt äger motsvarande tillämpning när aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auk-

Bestämmelserna i 4 kap. 19–26 §§ om emissionsprospekt äger motsvarande tillämpning när aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auk-

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
toriserad revisor, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva av bolaget utgivna skuldebrev eller optionsbevis som avses i detta kapitel. *Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger dock endast om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst en miljon kronor.*	toriserad revisor, *eller vars aktier annars är allmänt spridda*, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva av bolaget utgivna skuldebrev eller optionsbevis som avses i detta kapitel. *Detsamma gäller om i annat fall av ett aktiebolag utgivna skuldebrev eller optionsbevis som avses i detta kapitel är eller till följd av en sådan inbjudan kan väntas bli allmänt spridda.*

7 kap. Förvärv av egna aktier och upptagande av vissa penninglån

3 §

Bestämmelserna i 4 kap. 19–26 §§ om emissionsprospekt äger motsvarande tillämpning när aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva av bolaget utgivna vinstandelsbevis. *Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger dock endast om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst en miljon kronor.*	Bestämmelserna i 4 kap. 19–26 §§ om emissionsprospekt äger motsvarande tillämpning när aktiebolag, som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor, eller vars aktier annars är allmänt spridda, eller aktieägare i sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva av bolaget utgivna vinstandelsbevis. *Detsamma gäller om i annat fall av ett aktiebolag utgivna vinstandelsbevis är eller till följd av en sådan inbjudan kan väntas bli allmänt spridda.*

8 kap. Bolagets ledning

5 §[3]

Styrelseledamot och verkställande direktör skall när de tillträder för införing i aktieboken anmäla sitt innehav av aktier i bolaget och i bolag inom samma koncern, om det ej skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.

Första stycket gäller inte om anmälningsskyldighet föreligger *enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.*	Första stycket gäller inte om anmälningsskyldighet föreligger *enligt lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.*

[3] Senaste lydelse 1985:577.

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

9 kap. Bolagsstämma

1 §[4]

Aktieägarnas rätt att besluta i bolagets angelägenheter utövas vid bolagsstämma.

I avstämningsbolag tillkommer rätten att deltaga i bolagsstämma den som upptagits som aktieägare i sådan utskrift av aktieboken som avses i 3 kap. 13 § andra stycket.

I bolagsordningen kan bestämmas att aktieägare för att få deltaga i bolagsstämma skall anmäla sig hos bolaget senast den dag som anges i kallelsen till stämman. Denna dag får ej vara söndag, annan allmän helgdag, lördag, midsommarafton, julafton eller nyårsafton och ej infalla tidigare än femte dagen före stämman.

Aktie som tillhör bolaget eller dess dotterföretag kan ej företrädas vid bolagsstämman. Sådan aktie skall ej medräknas när för giltigheten av beslut eller utövande av befogenhet fordras samtycke av ägare till viss del av aktierna i bolaget.

Föreskrifter om förbud i visst fall att vid bolagsstämman företräda aktie som tillhör aktiebolag eller bankinstitut som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) finns i 16 § fondkommissionslagen och 2 kap. 7 § femte stycket bankrörelselagen (1987:617).

10 kap. Revision och särskild granskning

3 §[5]

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

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor om

1. tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1000 gånger det basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring som gällde under den sista månaden av respektive räkenskapsår,

Minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad revisor om

1. tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1000 gånger det basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring som gällde under den sista månaden av respektive räkenskapsår,

[4] Senaste lydelse 1976:992.
[5] Senaste lydelse 1982:739.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2. antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, eller	2. antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, eller
3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs.	3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs*.

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

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

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

11 kap. Redovisning

12 §

Aktiebolag som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor skall minst en gång under räkenskapsår som omfattar mer än tio månader avge särskild redovisning (delårsrapport). Rapporten skall avse bolagets verksamhet från räkenskapsårets början. Minst en rapport skall omfatta en period av minst hälften och högst två tredjedelar av räkenskapsåret.	Aktiebolag som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket är skyldigt att ha auktoriserad revisor *eller vars aktier annars är allmänt spridda*, skall minst en gång under räkenskapsår som omfattar mer än tio månader avge särskild redovisning (delårsrapport). Rapporten skall avse bolagets verksamhet från räkenskapsårets början. Minst en rapport skall omfatta en period av minst hälften och högst två tredjedelar av räkenskapsåret.

Delårsrapport avges av styrelsen eller, om styrelsen bestämmer det, av verkställande direktören. Rapporten skall hos bolaget hållas tillgänglig för envar och genast sändas till aktieägare som begär det. Delårsrapport som avses i första stycket tredje punkten skall senast två månader efter rapportperiodens utgång i avskrift insändas till registreringsmyndigheten.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

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

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

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2 §[1]	
Den som direkt eller genom förmedling av juridisk person innehar koncession för att draga fram eller använda elektrisk starkströmsledning får ej genom fång som avses i 1 § utan tillstånd av regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer förvärva	Den som direkt eller genom förmedling av juridisk person innehar koncession för att draga fram eller använda elektrisk starkströmsledning får ej genom fång som avses i 1 § utan tillstånd av regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer förvärva
1. andel i ekonomisk förening som äger eldistributionsanläggning,	1. andel i ekonomisk förening som äger eldistributionsanläggning,
2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid Stockholms fondbörs.	2. aktie i bolag som äger eldistributionsanläggning och vars aktier ej är noterade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs*.

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

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1982:629.

13 Förslag till Lag om ändring i lagen (1976:600) om offentlig anställning

Härigenom föreskrivs att i lagen (1976:600) om offentlig anställning skall införas en ny paragraf, 6 kap. 3 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	6 kap. Bisysslor m.m.
	3 §
	Arbetstagare får, i syfte att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas, åläggas att skriftligen anmäla innehav av fondpapper eller andra finansiella instrument, som anges i 2 § lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet, och ändring i innehavet. Närmare föreskrifter om sådan anmälningsskyldighet meddelas av regeringen med iakttagande av de undantag från anmälningsskyldigheten som föreskrivs i 11 § tredje stycket 2–5 lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

14 Förslag till Lag om ändring i lagen (1979:750) om rätt att förfoga över annan tillhöriga fondpapper

Härigenom föreskrivs att 3 § lagen (1979:750) om rätt att förfoga över annan tillhöriga fondpapper skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
3 §[1]	
Avtal om att panthavare, om panten inte löses på utsatt tid, får sälja panten på offentlig auktion eller på *fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* utan att iakttaga i lag föreskrivna former får träffas på annat sätt än som anges i 2 § första stycket.	Avtal om att panthavare, om panten inte löses på utsatt tid, får sälja panten på offentlig auktion eller på *Stockholms fondbörs eller annan börs* utan att iakttaga i lag föreskrivna former får träffas på annat sätt än som anges i 2 § första stycket.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1985:573.

15 Förslag till Lag om ändring i sekretesslagen (1980:100)

Härigenom föreskrivs i fråga om sekretesslagen (1980:100)

dels att 8 kap. 5 § samt 14 kap. 2 och 3 §§ skall ha följande lydelse,

dels att i lagen skall införas två nya paragrafer, 9 kap. 4 a och 12 a §§, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
8 kap. Sekretess med hänsyn främst till skyddet för enskilds ekonomiska förhållanden	
5 §[1]	
Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *fondkommissionärs- och fondbörsväsendet* eller försäkringsväsendet, för uppgift om	Sekretess gäller i statlig myndighets verksamhet, som består i tillståndsgivning eller tillsyn med avseende på bank- och kreditväsendet, *fondkommissionärsväsendet, börs- och clearingväsendet* eller försäkringsväsendet, för uppgift om

1. affärs- eller driftförhållanden hos den som myndighetens verksamhet avser, om det kan antas att han lider skada om uppgiften röjs,
2. ekonomiska eller personliga förhållanden för annan, som har trätt i affärsförbindelse eller liknande förbindelse med den som myndighetens verksamhet avser.

Sekretess gäller vidare i statlig myndighets verksamhet, som består i övervakning enligt *lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden*, för sådan uppgift om enskilds ekonomiska eller personliga förhållanden, vilken på begäran har lämnats av någon som är skyldig att lämna uppgifter till myndigheten. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada eller men om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.	Sekretess gäller vidare i statlig myndighets verksamhet, som består i övervakning enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden*, för sådan uppgift om enskilds ekonomiska eller personliga förhållanden, vilken på begäran har lämnats av någon som är skyldig att lämna uppgifter till myndigheten. Rör uppgiften den uppgiftsskyldige gäller dock sekretess endast om denne kan antas lida skada eller men om uppgiften röjs och sekretess inte motverkar syftet med uppgiftsskyldigheten.
	Sekretess gäller också hos myndighet i verksamhet som avses i första och andra styckena för sådan uppgift

[1] Senaste lydelse 1985:574.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	om affärs- eller driftsförhållanden och ekonomiska eller personliga förhållanden som myndigheten erhållit på grund av avtal med främmande stat, vilket godkänts av riksdagen, i den mån uppgiften skall hållas hemlig enligt avtalet.

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

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

9 kap. Sekretess med hänsyn till skyddet för enskilds förhållande av såväl personlig som ekonomisk natur

4 a §

Sekretess gäller hos myndighet för uppgift om någons innehav av fondpapper och andra finansiella instrument som lämnas enligt föreskrift som meddelats med stöd av 6 kap. 3 § lagen (1976:600) om offentlig anställning, om det inte står klart att uppgiften kan röjas utan att den som uppgiften rör lider skada eller men.

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

12 a §

Sekretess gäller hos disciplinnämnden för värdepappersmarknaden i disciplinärende enligt lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet för uppgift om någons personliga eller ekonomiska förhållanden, om det kan antas att han lider skada eller men om uppgiften röjs. Sekretessen gäller dock inte beslut i ärendet.

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

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

14 kap. Bestämmelser om vissa begränsningar i sekretessen och om vissa förbehåll

2 §[2]

Sekretess hindrar inte att uppgift i annat fall än som avses i 1 § lämnas till myndighet, om uppgiften behövs där för

1. förundersökning, rättegång, ärende om disciplinansvar eller skiljande från anställning eller annat jämförbart rättsligt förfarande vid myndigheten mot någon rörande hans deltagande i verksamheten vid den myndighet där uppgiften förekommer,

2. omprövning av beslut eller åtgärd av den myndighet där uppgiften förekommer, eller

3. tillsyn över eller revision hos den myndighet där uppgiften förekommer.

Sekretess hindrar inte att uppgift lämnas i muntligt eller skriftligt yttrande av sakkunnig till domstol eller myndighet som bedriver förundersökning i brottmål.

Sekretess hindrar inte att uppgift om enskilds adress, telefonnummer och arbetsplats lämnas till en myndighet, om uppgiften behövs där för delgivning enligt delgivningslagen (1970:428). Vad nu sagts gäller dock inte uppgift hos televerket om telefonnummer till enskilds bostad, om den enskilde hos televerket begärt att abonnemanget skall hållas hemligt och uppgiften omfattas av sekretess enligt 9 kap. 8 § tredje stycket.

Sekretess hindrar inte att uppgift som angår misstanke om brott lämnas till åklagarmyndighet, polismyndighet eller annan myndighet som har att ingripa mot brottet, om fängelse är föreskrivet för brottet och detta kan antas föranleda annan påföljd än böter.

För uppgift som omfattas av sekretess enligt 7 kap. 1–6 §§, 8 kap. 8 § första stycket, 9 eller 15 § eller 9 kap. 4 eller 7 §, 8 § första eller andra stycket eller 9 § andra stycket gäller vad som föreskrivs i fjärde stycket endast såvitt angår misstanke om brott för vilket inte är föreskrivet lindrigare straff än fängelse i två år. Dock hindrar sekretess enligt 7 kap. 1 eller 4 § inte att uppgift som angår misstanke om brott enligt 3, 4 eller 6 kap. brottsbalken mot någon som inte har fyllt arton år

För uppgift som omfattas av sekretess enligt 7 kap. 1–6 §§, 8 kap. *5 § tredje stycket eller* 8 § första stycket, 9 eller 15 § eller 9 kap. 4 eller 7 §, 8 § första eller andra stycket eller 9 § andra stycket gäller vad som föreskrivs i fjärde stycket endast såvitt angår misstanke om brott för vilket inte är föreskrivet lindrigare straff än fängelse i två år. Dock hindrar sekretess enligt 7 kap. 1 eller 4 § inte att uppgift som angår misstanke om brott enligt 3, 4 eller 6 kap. brottsbalken mot någon som

[2] Senaste lydelse 1985:656.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
lämnas till åklagarmyndighet eller polismyndighet.	inte har fyllt arton år lämnas till åklagarmyndighet eller polismyndighet.

Tredje och fjärde styckena gäller inte uppgift som omfattas av sekretess enligt 9 kap. 9 § första stycket.

3 §[3]

Utöver vad som följer av 1 och 2 §§ får sekretessbelagd uppgift lämnas till myndighet, om det är uppbenbart att intresset av att uppgiften lämnas har företräde framför det intresse som sekretessen skall skydda.

Första stycket gäller inte i fråga om sekretess enligt 7 kap. 1–6 §§, 8 kap. 8 § första stycket och 9 och 15 §§ samt 9 kap. 4 och 7 §§, 8 § första och andra styckena och 9 §. Inte heller gäller första stycket, om utlämnandet strider mot lag eller förordning eller, såvitt angår uppgift i personregister enligt datalagen (1973:289), föreskrift som har meddelats med stöd av datalagen.	Första stycket gäller inte i fråga om sekretess enligt 7 kap. 1–6 §§, 8 kap. *5 § tredje stycket,* 8 § första stycket och 9 och 15 §§ samt 9 kap. 4 och 7 §§, 8 § första och andra styckena och 9 §. Inte heller gäller första stycket, om utlämnandet strider mot lag eller förordning eller, såvitt angår uppgift i personregister enligt datalagen (1973:289), föreskrift som har meddelats med stöd av datalagen.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[3] Senaste lydelse 1985:656.

16 Förslag till Lag om ändring i hemförsäljningslagen (1981:1361)

Härigenom föreskrivs att 1 § hemförsäljningslagen (1981:1361) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

1 §[1]

Denna lag tillämpas då näringsidkare vid hembesök eller vid telefonsamtal som utgör led i telefonförsäljning yrkesmässigt säljer lös egendom till konsumenter för huvudsakligen enskilt bruk. Hembesök föreligger då näringsidkaren söker upp konsumenten i dennes bostad eller på någon annan plats där konsumenten inte endast för stunden befinner sig.

Lagen tillämpas också då näringsidkaren, under de förutsättningar som anges i första stycket, mot ersättning åtager sig att utföra löpande tjänster i form av underhåll eller tillsyn av egendom, undervisning eller liknande.

Lagen tillämpas dock ej, om det pris som konsumenten sammanlagt skall betala understiger 300 kr. Lagen tillämpas inte heller vid försäljning av livsmedel eller av fondpapper som avses i lagen *(1985:571) om värdepappersmarknaden.*	Lagen tillämpas dock ej, om det pris som konsumenten sammanlagt skall betala understiger 300 kr. Lagen tillämpas inte heller vid försäljning av livsmedel eller av fondpapper *och andra finansiella instrument* som avses i lagen *(1990:000) om börs- och clearingverksamhet.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1987:492.

17 Förslag till Lag om ändring i lagen (1982:336) om avdrag för utdelning på icke börsnoterade aktier

Härigenom föreskrivs att 1 och 2 §§ lagen (1982:336) om avdrag för utdelning på icke börsnoterade aktier skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

1 §[1]

Vid beräkning av nettointäkt av jordbruksfastighet eller av rörelse enligt lagen (1947:576) om statlig inkomstskatt har svenska aktiebolag rätt till avdrag för utdelning på aktier i enlighet med bestämmelserna i denna lag.

Avdrag för ett och samma beskattningsår får göras i endast en förvärvskälla.

Som förutsättning för avdragsrätten gäller

1. att aktiebolagets huvudsakliga verksamhet avser jordbruk, skogsbruk eller rörelse samt

2. att aktierna inte är inregistrerade vid Stockolms fondbörs då utdelningen förfaller till betalning.

Som förutsättning för avdragsrätten gäller

1. att aktiebolagets huvudsakliga verksamhet avser jordbruk, skogsbruk eller rörelse samt

2. att aktierna inte är inregistrerade vid Stockolms fondbörs *eller annan börs* då utdelningen förfaller till betalning.

Ett förvaltningsföretag, som fått dispens enligt 7 § 8 mom. åttonde stycket lagen om statlig inkomstskatt skall anses uppfylla villkoret i tredje stycket 1 ovan. Har ett företag, som inte är förvaltningsföretag, fått dispens enligt samma lagrum skall företaget inte anses uppfylla nämnda villkor.

2 §[2]

Avdrag medges med 70 procent av den utdelning i pengar som har förfallit till betalning under beskattningsåret.

Vid beräkning av avdraget får hänsyn inte tas till utdelning på aktier som vid utdelningstillfället ägs av

1. svenskt företag som är frikallat från skattskyldighet för utdelningen enligt bestämmelserna i 7 § 8 mom. fjärde–sjätte styckena lagen (1947: 576) om statlig inkomstskatt,

Vid beräkning av avdraget får hänsyn inte tas till utdelning på aktier som vid utdelningstillfället ägs av

1. svenskt företag som är frikallat från skattskyldighet för utdelningen enligt bestämmelserna i 7 § 8 mom. fjärde–sjätte styckena lagen (1947: 576) om statlig inkomstskatt,

[1] Senaste lydelse 1984:1064.
[2] Senaste lydelse 1984:1064.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2. svenskt förvaltningsföretag	2. svenskt förvaltningsföretag
a) vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller	a) vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs* eller
b) vars aktier eller andelar till minst tio procent ägs – direkt eller indirekt – av ett svenskt förvaltningsföretag, vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs, eller av ett företag som enligt 7 § 8 mom. fjärde–sjätte styckena lagen om statlig inkomstskatt är frikallat från skattskyldighet för utdelning från förvaltningsföretaget eller	b) vars aktier eller andelar till minst tio procent ägs – direkt eller indirekt – av ett svenskt förvaltningsföretag, vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs*, eller av ett företag som enligt 7 § 8 mom. fjärde–sjätte styckena lagen om statlig inkomstskatt är frikallat från skattskyldighet för utdelning från förvaltningsföretaget eller
3. utländskt företag såvida företaget – om det hade haft hemvist i Sverige – skulle ha varit sådant företag som anges i detta stycke 1.	3. utländskt företag såvida företaget – om det hade haft hemvist i Sverige – skulle ha varit sådant företag som anges i detta stycke 1.

Med förvaltningsföretag förstås sådant företag som vid tillämpning av 7 § 8 mom. lagen om statlig inkomstskatt skall i beskattningshänseende behandlas som förvaltningsföretag.

Har bolaget för beskattningsåret yrkat avdrag enligt lagen (1967:94) om avdrag vid inkomsttaxeringen för viss aktieutdelning skall utdelningsbeloppet enligt första stycket – i förekommande fall minskat med utdelning som avses i andra stycket – minskas med det utdelningsbelopp som legat till grund för nyssnämnda avdragsyrkande.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991

18 Förslag till Lag om ändring i lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m.

Härigenom föreskrivs att 11 § lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
Förvärvstillstånd	
11 §[1]	
Om förvärvstillstånd inte söks inom föreskriven tid och på föreskrivet sätt eller om tillstånd vägras, är förvärvet ogiltigt.	
Om ett förvärv av aktier har skett på Stockholms fondbörs eller genom inrop på exekutiv auktion gäller inte första stycket. Tillståndsmyndigheten skall i stället förelägga förvärvaren att avyttra aktierna inom sex månader eller den längre tid som myndigheten bestämmer.	Om ett förvärv av aktier har skett på Stockholms fondbörs *eller annan börs* eller genom inrop på exekutiv auktion gäller inte första stycket. Tillståndsmyndigheten skall i stället förelägga förvärvaren att avyttra aktierna inom sex månader eller den längre tid som myndigheten bestämmer.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1983:106.

19 Förslag till Lag om ändring i försäkringsrörelselagen (1982:713)

Härigenom föreskrivs i fråga om försäkringsrörelselagen (1982:713)

dels att 3 kap. 13 §, 4 kap. 1 och 24 §§, 8 kap. 6 § samt 14 kap. 12 § skall ha följande lydelse,

dels att i lagen skall införas en ny paragraf, 1 kap. 9 a §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap. Inledande bestämmelser	
	9 a §
	Innehas i ett försäkringsaktiebolag aktier av ett och samma slag av minst tvåhundra ägare, anses bolagets aktier vara allmänt spridda. Innehas andra fondpapper av ett och samma slag, som utgivits av ett försäkringsaktiebolag, av minst tvåhundra ägare, anses sådana fondpapper vara allmänt spridda.
3 kap. Aktier, aktiebrev och aktiebok m.m. i försäkringsaktiebolag	
13 §	
Aktiebok skall på den ort där styrelsen har sitt säte hållas tillgänglig för alla. Förs aktiebok med maskin för automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas hos bolaget på denna ort och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepapperscentralen. *Utskriften får inte vara äldre än sex månader. Alla har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en sådan utskrift av aktieboken eller del av den. När det gäller avstämningsbolag får dock en utskrift enligt detta stycke inte innehålla någon uppgift om de aktieägare som har högst femhundra aktier i bolaget.*	Aktiebok skall på den ort där styrelsen har sitt säte hållas tillgänglig för alla. Förs aktiebok med maskin för automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas hos bolaget på denna ort och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepapperscentralen. *När det gäller avstämningsbolag får dock utskrift enligt detta stycke inte innehålla uppgifter om aktieägare som innehar aktier vilka vid det senaste årsskiftet hade ett marknadsvärde som understeg fyra gånger det då gällande basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring.* *Utskrift som avses i första stycket får inte vara äldre än sex månader.*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	Varje månad skall en utskrift göras med uppgifter om aktieägare som innehar aktier motsvarande minst en tusendel av antalet aktier eller röster i bolaget. Envar har rätt att mot ersättning få sådan utskrift som nu sagts eller del av den.

Aktiebok skall hållas tillgänglig för aktieägarna vid bolagsstämman. Förs aktieboken med maskin för automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av hela aktieboken avseende förhållandena tio dagar före bolagsstämman hållas tillgänglig vid stämman.

I utskriften tas i alfabetisk ordning upp aktieägarna och de förvaltare som avses i 10 § andra stycket. Aktiebrevens nummer behöver inte anges.

4 kap. Ökning av aktiekapitalet i försäkringsaktiebolag genom nyemission eller fondemission

1 §[1]

Aktiekapitalet kan ökas genom att aktier tecknas mot betalning (nyemission) eller genom att aktier ges ut eller aktiernas nominella belopp höjs utan ny betalning (fondemission). En fondemission kan endast ske i skadeförsäkringsbolag.

Beslut om emission fattas av bolagsstämma, om något annat inte följer av 16 eller 17 §. Sådana beslut får inte fattas förrän bolaget har blivit registrerat. Behöver bolagsordningen ändras skall beslut om detta fattas först. Ett beslut om emission får fattas innan ändringen stadfästs om beslutet görs beroende av att stadfästelse meddelas.

Vid nyemission får betalning för aktierna inte understiga det nominella beloppet.

Vid fondemission får inte till aktiekapitalet föras över belopp som understiger summan av de nya aktiernas nominella belopp eller den sammanlagda höjningen av aktiernas nominella belopp.

I fråga om försäkringsaktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, samt dotteraktiebolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i *aktiemarknadsbolag*, m.m.	I fråga om försäkringsaktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, samt dotteraktiebolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i *aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda*, m.m.

[1] Senaste lydelse 1987:466.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
24 §	
I emissionsprospekt skall följande uppgifter lämnas, nämligen 1. en kortfattad historik över försäkringsbolaget och dess verksamhet, 2. en redogörelse för bolagets eller, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet, försäljningsställen samt för dess ställning inom branschen, 3. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare och 4. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.	
Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier noteras på Stockholms fondbörs.	Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av försäkringsaktiebolag, vars aktier noteras på Stockholms fondbörs *eller annan börs*.

8 kap. Försäkringsbolagets ledning m.m.

6 §

Styrelseledamöterna och verkställande direktören i försäkringsaktiebolag skall senast när de tillträder sin befattning, för införande i aktieboken anmäla sitt innehav av aktier i bolaget och i bolag inom samma koncern. Detsamma gäller motsvarande befattningshavare i ömsesidiga försäkringsbolag i fråga om innehav av aktier i bolag inom koncern där det ömsesidiga bolaget ingår. Förändringar i aktieinnehaven skall anmälas inom en månad.

Första stycket gäller inte i den mån anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1971:827) om registrering av aktieinnehav*.	Första stycket gäller inte i den mån anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden*.

14 kap. Likvidation och upplösning

12 §

Likvidatorerna skall så snart det kan ske genom försäljning på offentlig auktion eller på något annat lämpligt sätt förvandla bolagets egendom till pengar, i den mån det behövs för likvidationen, samt betala bolagets skulder. Bolagets rörelse får fortsättas, om det behövs för en ändamålsenlig avveckling eller för att de anställda skall få ett skäligt rådrum för att skaffa sig nya anställningar.

Har försäkringsinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring	Har försäkringsinspektionen förordnat en likvidator och vägrar denne utan skäl samtycke till avyttring

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta värdepapper som är noterade på *fondbörs* till gällande börspris behövs inte något samtycke.	under hand av bolagets egendom får inspektionen på ansökan av övriga likvidatorer tillåta försäljningen. Om likvidatorerna önskar överlåta värdepapper som är noterade på *Stockholms fondbörs eller annan börs* till gällande börspris behövs inte något samtycke.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

20 Förslag till Lag om ändring i konkurrenslagen (1982:729)

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

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

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

21 Förslag till Lag om ändring i lagen (1983:890) om allemanssparande

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

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

[1] Senaste lydelse 1987:1315.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–5,	6. bevis om rätt att teckna eller erhålla aktier eller andra värdepapper som avses i 1–5,
7. obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten.	7. obligationer och andra skuldförbindelser, utfärdade av staten.

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

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

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

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

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

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

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

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
14 §	
Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *fondbörs* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.	Om det är uppenbart att allmänna pensionsfonden annars skulle lida en avsevärd förlust får en fondstyrelse, i avsikt att skydda en fordran, på offentlig auktion eller *Stockholms fondbörs eller annan börs* köpa in egendom som är utmätt eller pantsatt för fordringen eller överta egendom som betalning för fordringen. Egendom som förvärvats på detta sätt skall avyttras så snart det är lämpligt och senast då det kan ske utan förlust.
37 §[1]	
Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid Stockholms fondbörs inregistrerade aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.	Fjärde och femte fondstyrelserna får vardera inte förvärva så många vid Stockholms fondbörs *eller annan börs* inregistrerade aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till mer än tio procent av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.
En löntagarfondstyrelse får inte förvärva så många vid *fondbörsen* inregistrerade aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till sex procent eller mer av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till sex procent eller mer av röstetalet	En löntagarfondstyrelse får inte förvärva så många vid *Stockholms fondbörs eller annan börs* inregistrerade aktier i ett aktiebolag att dessa uppgår till sex procent eller mer av samtliga aktier i bolaget eller, om aktierna har olika röstvärde, att röstetalet för aktierna uppgår till sex

[1] Senaste lydelse 1988:747.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
för samtliga aktier i bolaget.	procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i bolaget.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

23 Förslag till Lag om ändring i lagen (1985:277) om vissa bulvanförhållanden

Härigenom föreskrivs att 1 §[1] lagen (1985:277) om vissa bulvanförhållanden skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
Allmänna bestämmelser	
1 §	
Denna lag gäller när ett bulvanförhållande används för att kringgå ett sådant hinder mot att förvärva eller behålla viss egendom eller rättighet som uppställs i	Denna lag gäller när ett bulvanförhållande används för att kringgå ett sådant hinder mot att förvärva eller behålla viss egendom eller rättighet som uppställs i
1. 3 kap. 3 § bankaktiebolagslagen (1987:618),	1. 3 kap. 3 § bankaktiebolagslagen (1987:618),
2. lagen (1975:1132) om förvärv av hyresfastighet m.m.,	2. lagen (1975:1132) om förvärv av hyresfastighet m.m.,
3. lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,	3. lagen (1976:240) om förvärv av eldistributionsanläggning m.m.,
4. jordförvärvslagen (1979:230),	4. jordförvärvslagen (1979:230),
5. 8 a § fondkommissionslagen (1979:748),	
6. [6 a § lagen (1980:2) om finansbolag],	*5. 10 § lagen (1988:606) om finansbolag,*
7. lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m., eller	*6. lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m., eller*
8. lagen (1982:618) om utländska förvärv av fast egendom m.m.	*7. lagen (1982:618) om utländska förvärv av fast egendom m.m.*

Med ett bulvanförhållande avses i lagen att någon *(bulvanen)* utåt framstår som ägare av viss egendom eller innehavare av viss rättighet men i verkligheten innehar egendomen eller rättigheten huvudsakligen för annans *(huvudmannens)* räkning.

Vad som sägs i det följande om egendom som ett bulvanförhållande avser har tillämpning också på rättigheter.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

[1] Senaste lydelse 1987:645.

24 Förslag till Lag om ändring i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.

Härigenom föreskrivs i fråga om lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.

dels att rubriken till lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m. skall ha följande lydelse,

dels att 1, 5, 6, 7, 9 och 10 §§ skall ha följande lydelse.

Lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda, m.m.,

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 §	
Denna lag gäller då aktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, eller dotterbolag till sådana bolag fattar beslut om	Denna lag gäller då aktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, eller dotterbolag till sådana bolag fattar beslut om

1. nyemission av aktier eller emission av konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, eller
2. överlåtelse av aktier eller skuldebrev av detta slag som har utfärdats av ett bolag inom samma koncern.

Innehas i ett aktiebolag aktier av ett och samma slag av minst tvåhundra ägare, anses bolagets aktier vara allmänt spridda.

5 §[1]	
För att ett beslut om emission i ett dotterbolag, *som inte är aktiemarknadsbolag*, skall bli giltigt fordras dessutom att emissionen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det *aktiemarknadsbolag* som är moderbolag i koncernen.	För att ett beslut om emission i ett dotterbolag, *vars aktier inte är allmänt spridda*, skall bli giltigt fordras dessutom att emissionen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det *aktiebolag vars aktier är allmänt spridda och* som är moderbolag i koncernen.

I fråga om sådan bolagsstämma i moderbolag som avses i första stycket gäller föreskrifterna i 4 kap. 4 § aktiebolagslagen (1975:1385), 4 kap. 7 § försäkringsrörelselagen (1982:713) och 4 kap. 5 § bankaktiebolagslagen (1987:618) om tillhandahållande av förslag till beslut och upplysning om

[1] Senaste lydelse 1987:646

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

skälen till avvikelsen från aktieägarnas företrädesrätt samt om innehållet i kallelsen till bolagsstämman.

6 §

Har ett aktiebolag emitterat aktier eller skuldebrev som avses i 1 § 2 med företrädesrätt till teckning för ett aktiebolag i samma koncern, får det senare bolaget inte överlåta aktierna eller skuldebreven eller till skuldebreven hörande optionsrätt till någon som avses i 4 § första stycket 1–6 utan att beslut om detta har fattats av bolagsstämman i det bolaget.

För att ett beslut om överlåtelse från ett dotterbolag, *som inte är aktiemarknadsbolag*, skall bli giltigt fordras dessutom att överlåtelsen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det *aktiemarknadsbolag* som är moderbolag i koncernen.

För att ett beslut om överlåtelse från ett dotterbolag, *vars aktier inte är allmänt spridda*, skall bli giltigt fordras dessutom att överlåtelsen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det *aktiebolag vars aktier inte är allmänt spridda och* som är moderbolag i koncernen.

I kallelsen till en bolagsstämma som skall behandla förslag till beslut som avses i denna paragraf skall förslagets huvudsakliga innehåll anges.

7 §

Ett moderbolag får inte heller i övrigt överlåta aktier i ett dotterbolag till någon som avses i 4 § första stycket 1–6 utan att beslut om detta har fattats av bolagsstämma i moderbolaget.

Om det överlåtande moderbolaget *inte är aktiemarknadsbolag men i sin tur har ett moderbolag som är sådant bolag*, fordras för att överlåtelsen skall bli giltig dessutom att överlåtelsen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det sistnämnda moderbolaget.

Om det överlåtande *moderbolagets aktier inte är allmänt spridda men moderbolaget* i sin tur har ett moderbolag, *vars aktier är allmänt spridda*, fordras för att överlåtelsen skall bli giltig dessutom att överlåtelsen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det sistnämnda moderbolaget.

9 §

I kallelsen till en bolagsstämma som skall behandla förslag till beslut som avses i denna paragraf skall förslagets huvudsakliga innehåll anges.

Om en emission som avses i 4 § har ägt rum, skall uppgift om emissionsbeslutets innehåll och om den tilldelning av nya aktier eller skuldebrev som har skett på grundval av beslutet lämnas i det emitterande aktiebolagets förvaltningsberättelse för det räkenskapsår under vilket emissionsbeslutet har blivit registrerat.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
Om det emitterande aktiebolaget ingår i en koncern, skall uppgift enligt första stycket lämnas även i moderbolagets förvaltningsberättelse. Detta gäller dock ej, om dotterbolaget *är aktiemarknadsbolag*.	Om det emitterande aktiebolaget ingår i en koncern, skall uppgift enligt första stycket lämnas även i moderbolagets förvaltningsberättelse. Detta gäller dock ej, om dotterbolagets *aktier är allmänt spridda*.

10 §

Om en överlåtelse som avses i 6 eller 7 § har ägt rum, skall uppgift om överlåtelsen lämnas i det överlåtande aktiebolagets förvaltningsberättelse för det räkenskapsår som förvärvet är att hänföra till.

Om det överlåtande bolaget ingår i en koncern, skall uppgift enligt första stycket lämnas även i moderbolagets förvaltningsberättelse. Detta gäller dock ej, om dotterbolaget *är aktiemarknadsbolag*.	Om det överlåtande bolaget ingår i en koncern, skall uppgift enligt första stycket lämnas även i moderbolagets förvaltningsberättelse. Detta gäller dock ej, om dotterbolaget *aktier är allmänt spridda*.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

25 Förslag till Lag om ändring i bankrörelselagen (1987:617)

Härigenom föreskrivs i fråga om bankrörelselagen (1987:617)
dels att 2 kap. 1, 2, 7, 8 och 10 §§ skall ha följande lydelse,
dels att det i lagen skall införas två nya paragrafer, 7 kap. 9 a och 9 b §§, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2 kap. Rörelsen	
1 §	
En bank får bedriva in- och utlåning av pengar samt, med den inskränkning som följer av 2 §, driva annan verksamhet som har samband därmed. Att en lokal föreningsbanks rätt att bedriva inlåning är begränsad följer av 1 kap. 5 § föreningsbankslagen (1987:620).	
I fondkommissionslagen *(1979:748)* finns bestämmelser om rätt för bank att driva *fondkommissionsrörelse.*	I fondkommissionslagen *(1990:000)* finns bestämmelser om rätt för bank att driva *fondkommissions-, marknadsgarant-, emissionsförmedlar-, fondpappersförvaltar-, placeringsrådgivar- och värdepappersförmedlarrörelse.*
2 §	
En bank får för egen räkning förvärva och driva handel med endast mynt, sedlar, växlar, checkar och anvisningar samt obligationer, förlagbevis, förlagsandelsbevis och andra fordringsbevis som är avsedda för den allmänna marknaden. *Därutöver får en bank för egen räkning förvärva egendom som anges i 3–8 §§.*	En bank får för egen räkning förvärva och driva handel med endast mynt, sedlar, växlar, checkar och anvisningar samt obligationer, förlagbevis, förlagsandelsbevis och andra fordringsbevis som är avsedda för den allmänna marknaden. *En bank får också för egen räkning köpa och sälja optioner och terminer som direkt eller i form av index är baserade på valutor eller i första meningen angivna finansiella instrument eller optioner eller terminer avseende dessa finansiella instrument.* Därutöver får en bank för egen räkning förvärva egendom som anges i 3–8 §§.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	7 §[1]
En sparbank och en central föreningsbank får endast efter tillstånd av bankinspektionen medverka vid emission av aktier, förlagsbevis eller förlagsandelsbevis på den allmänna marknaden.	*En bank som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse får, med iakttagande av vad som i övrigt följer av andra–sjätte styckena, för att underlätta rörelsen i samband med denna förvärva och driva handel med aktier, emissionsbevis, andelar i aktiefonder och andelar i ekonomiska föreningar samt andra finansiella instrument. Banker får inte inneha aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefonder och ekonomiska föreningar till ett högre anskaffningsvärde än som anges i 15 § första stycket fondkommissionslagen. Om banken ingår i en koncern, i vilken ingår ett aktiebolag som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen eller ytterligare en bank som erhållit tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse, gäller denna begränsning för koncernen i dess helhet. I sådant fall skall moderföretaget till bankinspektionen anmäla vilka värdegränser som bestämts för de olika företagens innehav av nämnda fondpapper.*
Ett bankaktiebolag, en sparbank eller en central föreningsbank som medverkar vid emission av aktier på den allmänna marknaden får förvärva aktier som ingår i emissionen men skall avyttra dessa så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet. Om särskilda skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att aktierna får innehas längre tid.	*Det åligger bankens styrelse att tillse att fondpapper som avses i första stycket omsätts utan dröjsmål.*
En bank som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse får, för att underlätta rörelsen, i samband med denna förvärva aktier, emissionsbevis samt andelar i aktiefonder och ekonomiska föreningar. Banken får inte inneha sådana värdepapper till högre anskaffningsvärde än som anges i 16 § första stycket fondkommissionslagen (1979:748). Om en bank som driver fondkommissionsrörelse ingår i en koncern, i vilken också ingår fondkommissionsbolag eller annan bank som har tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, gäller dessa begränsningar för koncernen i dess helhet. I sådant fall skall banken till bankinspektionen anmäla vilka värdegränser som bestämts för de olika företagens innehav av värdepapper. Om synnerliga skäl föreligger kan bankinspektionen medge att banken får inneha värdepapper i större omfattning än vad som anges i nämnda paragraf.	*En bank som enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) erhållit tillstånd att driva emissionsförmedlarrörelse får förvärva de fondpapper som banken i denna sin rörelse medverkar till att avsätta på marknaden. Avser förvärvet aktier, emissionsbevis, andelar i aktiefonder eller an-*

[1] Senaste lydelse 1988:545.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	delar i ekonomiska föreningar skall dessa avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast ett år efter förvärvet. Om särskilda skäl föreligger, kan bankinspektionen medge att nämnda fondpapper får innehas längre tid.
	En bank som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse får i den rörelsen inte äga eller genom lån förfoga över en större andel av aktierna i ett enskilt bolag än som svarar mot högst fem procent av röstetalet för samtliga aktier eller fem procent av aktiekapitalet.
	Aktier som förvärvats med stöd av första stycket får inte företrädas vid bolagsstämman. Sådana aktier skall inte medräknas när det fordras samtycke av ägare till en viss del av aktierna i bolaget för att ett beslut skall bli giltigt eller en befogenhet skall få utövas.
	Vid tillämpning av första och fjärde styckena skall inte medräknas innehav av sådana fondpapper som avses i tredje stycket.
8 §	
För att skydda fordran får en bank	För att skydda fordran får en bank
1. på offentlig auktion, *fondbörs eller sådan marknad som avses i 2§ andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs* eller vid exekutiv försäljning köpa egendom som är utmätt eller utgör säkerhet för fordringen, och	1. på offentlig auktion, *Stockholms fondbörs eller annan börs* eller vid exekutiv försäljning köpa egendom som är utmätt eller utgör säkerhet för fordringen, och
2. om det finns anledning att anta att banken annars skulle lida avsevärd förlust, som betalning för ford-	2. om det finns anledning att anta att banken annars skulle lida avsevärd förlust, som betalning för ford-

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
ran överta egendom som utgör säkerhet för fordringen eller annan egendom.	ran överta egendom som utgör säkerhet för fordringen eller annan egendom.

Första stycket gäller inte egen aktie eller bevis om andel i eller tillskott till föreningsbank. I fråga om sparbanks förvärv av bevis om tillskott till garantifond eller grundfond i sparbanken gäller bestämmelserna i 5 kap. 7 § första stycket sparbankslagen (1987:619).

I utbyte mot egendom som har köpts eller övertagits enligt första stycket får en bank förvärva aktier i ett bolag, som bildats för förvaltning av egendomen eller för fortsättande av en med denna driven verksamhet.

Har aktier förvärvats enligt första eller tredje stycket får banken, om uppenbar fara föreligger för att banken annars lider förlust, förvärva ytterligare aktier i samma bolag.

Har aktier förvärvats enligt första, tredje eller fjärde stycket får banken, om aktiebolaget överlåter sina tillgångar på ett annat aktiebolag, byta ut dessa aktier mot aktier i det andra aktiebolaget.

Den egendom som banken förvärvat enligt denna paragraf skall avyttras så snart det lämpligen kan ske och senast när det kan äga rum utan förlust för banken. Har egendomen inte avyttrats inom tre år från förvärvet, krävs bankinspektionens tillstånd för fortsatt innehav.

10 §[2]

(9 § i Kapitaltäckningsgruppens förslag Ds 1988:70)

Kapitalkravet bestäms i förhållande till bankens tillgångar samt till ingångna garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden *som innebär en kreditrisk för banken* (placeringar). För en central föreningsbank med anslutna lokala föreningsbanker bestäms kapitalkravet gemensamt. Vid beräkningen av kapitalkravet indelas placeringarna i följande *fyra* grupper, nämligen	Kapitalkravet bestäms i förhållande till bankens tillgångar samt till ingångna garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden (placeringar). För en central föreningsbank med anslutna lokala föreningsbanker bestäms kapitalkravet gemensamt. Vid beräkningen av kapitalkravet indelas placeringarna i följande *fem* grupper, nämligen
A 1. inneliggande kassa, checkar, postremissväxlar samt fordringar hos riksbanken och riksgäldskontoret,	A 1. inneliggande kassa, checkar, postremissväxlar samt fordringar hos riksbanken och riksgäldskontoret,
2. *skattkammarväxlar och obligationer som utfärdats av sta-*	2. *värdehandlingar och andra fordringar för vilka svenska*

[2] Senaste lydelse 1987:1327.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
ten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, bankaktiebolag, sparbank, central föreningsbank, allmän kassa eller inrättning vars reglemente fastställts av regeringen, kreditaktiebolag, hypoteksinstitut eller Nordiska investeringsbanken,	*staten, svensk kommun eller därmed jämförlig samfällighet svarar,*
3. *andra fordringar för vilka staten, kommun eller därmed jämförlig samfällighet, bankaktiebolag, sparbank, central föreningsbank eller annan under A 1 eller avsedd kassa eller inrättning, kreditaktiebolag, hypoteksinstitut, sådant bankägt aktiebolag som enligt regeringens medgivande får jämställas med kreditaktiebolag vid tillämpning av detta stycke eller försäkringsföretag med svensk koncession svarar,*	3. *värdehandlingar och andra fordringar för vilka utländska stater eller centralbanker svarar, om värdehandlingen eller fordran gäller i nationell valuta och refinansierad i samma valuta,*
4. *fordringar för vilka säkerheten utgörs av värdehandling eller fordran, som anges under A 1–3,*	4. *övriga värdehandlingar och fordringar för vilka svarar någon av de utländska stater och centralbanker som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift anger,*
5. garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka *banken erhållit säkerhet i värdehandling* eller fordran som anges under A 1–4.	5. *fordringar*, garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka *säkerheten utgörs av* värdehandling eller fordran, som anges under A 1–4.
B 1. *andra fullgoda obligationer än de som anges under A 2,*	*B 1. värdehandlingar och andra fordringar för vilka svenskt företag som driver någon form av bankverksamhet, allmän kassa eller inrättning vars reglemente fastställts av regeringen svarar,*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
2. *fordringar för vilka utländskt bankföretag eller annat försäkringsföretag än som avses under A 3 eller samfällighetsförening svarar, därvid fordringar för vilka utländskt bankföretag svarar skall tas upp till en och en halv gånger fordringarnas belopp,*	2. *värdehandlingar och andra fordringar för vilka svarar kommun eller därmed jämförlig samfällighet i någon av de utländska stater som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift anger,*
3. *fordringar för vilka säkerheten utgörs av värdehandling eller fordran, som anges under B 1 eller 2, eller panträtt i jordbruks-, affärs- eller bostadsfastighet eller tomträtt till sådan fastighet inom sjuttiofem procent av det uppskattade värdet av den fasta egendomen eller, i fråga om tomträtt, av byggnad som hör till tomträtten,*	3. *värdehandlingar och andra fordringar med en återstående löptid på högst ett år för vilka utländsk bank svarar, samt andra värdehandlingar och fordringar för vilka svarar bank i någon av de utländska stater som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift anger,*
4. *garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka banken erhållit säkerhet i värdehandling eller fordran, som anges under B 1–3.*	4. *värdehandlingar och andra fordringar för vilka svarar internationell utvecklingsbank som regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift anger,*
	5. *fordringar, garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka säkerheten utgörs av värdehandling eller fordran, som anges under B 1–4.*
C 1. *fordringar för vilka säkerheten utgörs av* *a) panträtt i jordbruksfastighet, i bostadsfastighet med en- eller tvåfamiljshus för vilket bostadslån enligt statliga bestämmelser utgår eller i tomträtt till sådan fastighet, om pantvärdet ligger mellan sjuttiofem och etthundra procent*	C 1. *fordringar, garantiförbindelser, och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka säkerheten utgörs av panträtt i bostadsfastighet eller tomträtt till sådan fastighet inom det uppskattade värde som banken bestämt efter särskild värdering av den fasta egendomen eller, i fråga om tomträtt,*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
av det uppskattade värdet av den fasta egendomen eller, i fråga om tomträtt, av byggnad som hör till tomträtten, *b) panträtt i fastighet som helt eller delvis är inrättad för industriell verksamhet eller i tomträtt till sådan fastighet inom femtio procent av det uppskattade värdet av den fasta egendomen eller, i fråga om tomträtt, av byggnad och annan egendom som hör till tomträtten, eller* *c) förlagsbevis eller aktie, som är inregistrerad vid Stockholms fondbörs,*	*av byggnad som hör till tomträtten.*
2. *garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden för vilka banken erhållit säkerhet i form av värdehandling eller fordran, som anges under C 1.*	
D *övriga tillgångar, garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden utom sådana som enligt 9 § fjärde och femte styckena skall avräknas från eget kapital och egna fonder.*	D *aktier, emissionsbevis och andelar i aktiefond och i ekonomisk förening som innehas som ett led i rörelsen.*
	E *övriga tillgångar, garantiförbindelser och andra åtaganden på kapitalmarknaden utom sådana som enligt 8 § fjärde stycket* skall avräknas vid kapitalbasens beräkning eller som omfattas av bestämmelserna i 10 §*.*
För placeringar som anges under A gäller inte något kapitalkrav. *I övrigt uppgår kapitalkravet vid varje*	För placeringar som anges under A gäller inte något kapitalkrav. *Kapitalkrav gäller inte heller för en*

* Hänvisningen avser 8 och 10 §§ i Kapitaltäckningsgruppens förslag. Ds 1988:70.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
tidpunkt till lägst ett belopp som motsvarar sammanlagt	*fordran på ett företag som ingår i samma koncern som banken samt för fordringar som en sparbank och Sparbankernas Bank respektive en föreningsbank och Föreningsbankernas Bank har på varandra. I övrigt skall vid beräkningen av kapitalkravet placeringarna tas upp till sammanlagt*
en procent av summan av placeringar som anges under B,	*tjugo procent av summan av placeringar som anges under B,*
fyra procent av summan av placeringar som anges under C och	*femtio procent av summan av placeringar som anges under C,*
åtta procent av summan av placeringar som anges under D.	*etthundra procent av summan av placeringar som anges under E och*
Placeringar skall tas upp till följande värden, nämligen	*trehundra procent av summan av placeringar som anges under D.*
1. fordringar, för vilka reserver som avses i 9 § andra stycket avsatts, till sitt bruttovärde,	*För placeringar i optioner och terminer för vilka säkerhet ställts enligt lagen (1990:000) om handel med fondpapper och andra finansiella instrument gäller inte något kapitalkrav. Tillgångar som använts för att ställa sådan säkerhet får inte inräknas i bankens kapitalbas vid tillämpning av 8 §**.*
2. övriga tillgångar till sitt nettovärde,	*Till grund för beräkningen enligt andra stycket skall placeringarna värderas enligt följande, nämligen*
3. garantiförbindelser, som är knutna till kreditgivning, till sitt nominella belopp,	*1. tillgångar för vilka reserver som avses i 8 § andra stycket** avsatts, till sitt bruttobokföringsvärde, obligationer och aktier dock till sitt marknadsvärde,*
4. övriga garantiförbindelser till halva sitt nominella belopp samt	*2. övriga tillgångar till sitt nettobokföringsvärde,*
5. andra åtaganden på kapitalmarknaden till sitt nominella belopp, om inte regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift angivit ett lägre belopp.	*3. garantiförbindelser, som är knutna till kreditgivning, till sitt nominella belopp,*
	4. övriga garantiförbindelser till halva sitt nominella belopp, samt

** Hänvisningen avser 8 § i Kapitaltäckningsgruppens förslag. Ds 1988:70.

Nuvarande lydelse	Föreslagen lydelse
	5. andra åtaganden på kapitalmarknaden till sitt nominella belopp, om inte regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen i föreskrift angivit ett lägre belopp.
Med uppskattat värde i första stycket B 3 och C 1 avses det värde, som banken bestämt på grundval av särskild värdering. Har enligt gällande statliga bestämmelser om bostadsbyggandet sådant lån beviljats till uppförande av viss byggnad, skall till grund för bedömandet i stället för uppskattningsvärdet läggas det enligt nämnda bestämmelser fastställda pantvärdet för byggnaden eller den fastighet där denna uppförs om inte särskilda skäl föranleder annat.	
	7 kap. Tillsyn
	9 a §
	Bankinspektionen får förelägga en bank som erhållit tillstånd enligt 3 § fondkommissionslagen (1990:000) att upphöra med verksamhet som innefattar handel med fondpapper eller andra finansiella instrument för egen eller annans räkning på en utländsk värdepappersmarknad, om det med hänsyn till reglerna för eller tillsynen av marknaden framstår som olämpligt att banken utövar verksamhet där.
	9 b §
	Tillstånd som enligt 2 kap. 6 § första stycket 1 givits ett bankaktiebolag att förvärva aktie eller andel i ett utländskt företag som i hemlandet driver rörelse som avses i 2 § 1–6 fondkommissionslagen (1990:000) får återkallas av bankinspektionen,

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	om företaget uppenbart åsidosätter svenska uppdragsgivares intressen eller på annat sätt visat sig olämpligt att driva sådan rörelse.
	Har tillstånd återkallats enligt första stycket skall bankaktiebolaget skyndsamt sälja förvärvade aktier eller andelar eller på annat sätt avveckla sitt ägande i företaget.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

26 Förslag till Lag om ändring i bankaktiebolagslagen (1987:618)

Härigenom föreskrivs i fråga om bankaktiebolagslagen (1987:618)
dels att 3 kap. 14 §, 4 kap. 1, 19 och 23 §§, 5 kap. 1, 4 och 18 §§, 6 kap. 9 § samt 7 kap. 5 § skall ha följande lydelse,
dels att i lagen skall införas en ny paragraf, 1 kap. 6 §, av följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
1 kap. Inledande bestämmelser	
	6 §
	Innehas i ett bankaktiebolag aktier av ett och samma slag av minst tvåhundra ägare, anses bolagets aktier vara allmänt spridda. Innehas andra fondpapper av ett och samma slag, som utgivits av ett bankaktiebolag, av minst tvåhundra ägare, anses sådana fondpapper vara allmänt spridda.
3 kap. Aktier, aktiebrev, aktiebok m.m.	
14 §	
Aktiebok skall på bankaktiebolagets huvudkontor hållas tillgänglig för alla. Förs aktieboken med hjälp av automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas på bolagets huvudkontor och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepappercentralen. Utskriften får inte vara äldre än sex månader. Alla har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en sådan utskrift av aktieboken eller del av den. När det gäller avstämningsbolag får dock en utskrift enligt detta stycke inte innehålla någon uppgift om de aktieägare som har högst femhundra aktier i bolaget.	Aktiebok skall på bankaktiebolagets huvudkontor hållas tillgänglig för alla. Förs aktieboken med hjälp av automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av aktieboken på begäran tillhandahållas på bolagets huvudkontor och, i fråga om avstämningsbolag, även hos värdepappercentralen. *När det gäller avstämningsbolag får dock utskrift enligt detta stycke inte innehålla uppgifter om aktieägare som innehar aktier vilka vid det senaste årsskiftet hade ett marknadsvärde som understeg fyra gånger det då gällande basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring.* *Utskrift som avses i första stycket får inte vara äldre än sex månader. Varje månad skall en utskrift göras*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
	med uppgifter om aktieägare som innehar aktier motsvarande minst en tusendel av antalet aktier eller röster i bolaget. Envar har rätt att mot ersättning få sådan utskrift som nu sagts eller del av den.

Aktieboken skall hållas tillgänglig för aktieägarna vid bolagsstämman. Förs aktieboken med hjälp av automatisk databehandling eller på något annat liknande sätt, skall i stället en utskrift av hela aktieboken avseende förhållandena tio dagar före bolagsstämman hållas tillgänglig vid stämman.

I utskriften tas i alfabetisk ordning upp aktieägarna och de förvaltare som avses i 11 § första stycket. Aktiebrevens nummer behöver inte anges.

4 kap. Ökning av aktiekapitalet genom nyemission eller fondemission

1 §

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

Beslut om emission fattas av bolagsstämman, om något annat inte följer av 15 eller 16 §. Sådant beslut får inte fattas förrän bankaktiebolaget har blivit registrerat. Behöver bolagsordningen ändras, skall beslut om detta fattas först. Ett beslut om emission får fattas innan ändringen har stadfästs, om beslutet görs beroende av att stadfästelse meddelas.

I fråga om bankaktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i *aktiemarknadsbolag*, m.m.	I fråga om bankaktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner *i aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda*, m.m.

19 §

När ett bankaktiebolag eller aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget, skall styrelsen upprätta en särskild redogörelse för bolagets	När ett bankaktiebolag eller aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget, skall styrelsen upprätta en särskild redogörelse för bolagets

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
förhållanden (emissionsprospekt) enligt 20–26 §§. *Emissionsprospekt behöver dock inte upprättas om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att betalas understiger en miljon kronor.*	förhållanden (emissionsprospekt) enligt 20–26 §§. *Detsamma gäller om i annat fall en sådan åtgärd kan väntas leda till att ett bankaktiebolags aktier blir allmänt spridda.*

23 §

I emissionsprospektet skall följande uppgifter lämnas, nämligen

1. en kortfattad historik över bankaktiebolaget och dess verksamhet,
2. en redogörelse för bolagets och, om det finns dotterföretag, koncernens verksamhet samt för bolagets del uppgifter som är av betydelse för bedömningen av rörelsens karaktär och utveckling,
3. en redogörelse för kapitaltäckning enligt 2 kap. 9 och 10 §§ samt, i förekommande fall, 11 § bankrörelselagen (1987:617) och dess betydelse för bankbolaget,
4. uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer samt anställda och delegater i ledande ställning, samt
5. en redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier.

Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs.	Uppgifterna enligt första stycket 1 behöver inte lämnas av bankaktiebolag, vars aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs *eller annan börs.*

5 kap. Konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning m.m.

1 §

Ett bankaktiebolag kan mot ersättning ge ut konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Sådana skuldebrev skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order. Bestämmelserna i 2 kap. 20 § bankrörelselagen (1987:617) om bankaktiebolags rätt att utfärda obligationer skall därvid iakttas.

Konvertibla skuldebrev skall innehålla en utfästelse från bolaget om att borgenären har rätt att helt eller delvis byta ut sin fordran enligt skuldebreven mot aktier i bolaget. Skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning skall ge borgenären rätt att teckna aktier i bolaget mot betalning i pengar.

Villkoren för utbyte eller nyteckning av aktie skall bestämmas så att utbyte eller nyteckning kan ske utan att bolagsordningen ändras. Ersättningen för ett konvertibelt skuldebrev får inte understiga det nominella beloppet på aktie som lämnas ut vid utbyte, om inte mellanskillnaden täcks

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

genom kontant betalning vid utbytet. Skall ett konvertibelt skuldebrev kunna betalas med annan egendom än pengar (apport) krävs bankinspektionens medgivande eller i vissa fall regeringens eller bankinspektionens tillstånd enligt 4 kap. 2 § andra stycket. I övrigt gäller härvid bestämmelserna i 4 kap. 2 § första stycket.

Optionsrätt till nyteckning kan knytas till optionsbevis som är fogade till skuldebrev. Borgenären får avskilja ett optionsbevis från ett skuldebrev och förfoga över beviset särskilt, om det inte i skuldebrevet föreskrivs att beviset får avskiljas först efter viss tid.

I fråga om bankaktiebolag, *som enligt lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden utgör aktiemarknadsbolag*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner *i aktiemarknadsbolag*, m.m.

I fråga om bankaktiebolag, *vilkas aktier är allmänt spridda*, samt dotterbolag till sådana bolag gäller, förutom föreskrifterna i detta kapitel, bestämmelserna i lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner *i aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda*, m.m.

4 §

Beslutet om emission skall ange

1. emissionens belopp eller det högsta beloppet eller det lägsta och högsta beloppet för emissionen,

2. den företrädesrätt att delta i emissionen som tillkommer aktieägare eller någon annan eller vem som annars får delta i emissionen,

3. den tid inom vilken teckning av skuldebrev kan ske, när ett visst belopp eller ett lägsta belopp har bestämts för emissionen,

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

5. skuldebrevens nominella belopp, emissionskursen och räntefoten,

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

7. tiden och villkoren för utbytet eller nyteckningen,

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

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

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

Nuvarande lydelse *Föreslagen lydelse*

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

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

1. det kungörelse enligt 6 § första stycket första meningen skedde,
2. beslutet, när det gäller sådana fall som avses i 6§ fjärde stycket, eller
3. avstämningsdagen, när det gäller avstämningsbolag.

Om ett förbehåll enligt 3 kap. 1 § fjärde stycket eller 6 kap. 8 § skall gälla för de nya aktierna, skall emissionsbeslutet innehålla en erinran om detta. I emissionsbeslutet skall också erinras om den inskränkning i rätten att förvärva aktier som föreskrivs i 3 kap. 3 §.

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

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

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

18 §

Bestämmelserna i 4 kap. 20–26 §§ om emissionsprospekt skall tillämpas när ett bankaktiebolag eller aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva sådana av bolaget utgivna skuldebrev, optionsbevis eller vinstandelsbevis som avses i detta kapitel. *Emissionsprospekt behöver dock inte upprättas om summan av de belopp som till följd av inbjudan*

Bestämmelserna i 4 kap. 20–26 §§ om emissionsprospekt skall tillämpas när ett bankaktiebolag eller aktieägare i ett sådant bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva sådana av bolaget utgivna skuldebrev, optionsbevis eller vinstandelsbevis som avses i detta kapitel. *Detsamma gäller om i annat fall av ett bankaktiebolag utgivna skuldebrev, optionsbevis eller vinst-*

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
kan komma att betalas understiger en miljon kronor.	*andelsbevis som avses i detta kapitel är eller till följd av en sådan inbjudan kan väntas bli allmänt spridda.*

6 kap. Nedsättning av aktiekapitalet och förvärv av egna aktier

9 §

Ett bankaktiebolag får inte förvärva eller som pant ta emot egna aktier. Ett dotterföretag får inte heller förvärva eller som pant ta emot aktier i moderbolaget. Avtal i strid mot detta förbud är ogiltiga.

Har ett bankaktiebolag tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, får bolaget *utan hinder av första stycket förvärva egna aktier för att underlätta sådan rörelse.* Anskaffningsvärdet av det sammanlagda innehavet av *egna* aktier får inte vid något tillfälle överstiga *ett belopp som svarar mot tre procent av det för bolaget högsta tillåtna värdet enligt 16 § första stycket fondkommissionslagen (1979:748).*	Har ett bankaktiebolag tillstånd att driva fondkommissionsrörelse, får bolaget *för att underlätta sådan rörelse utan hinder av första stycket förvärva egna aktier och aktier i annat bolag i den koncern som bolaget tillhör.* Anskaffningsvärdet av det sammanlagda innehavet av *sådana* aktier får inte vid något tillfälle överstiga *tre miljoner kronor. Att innehavet ej heller får överstiga viss andel av aktierna i något av bolagen föreskrivs i 2 kap. 7 § fjärde stycket bankrörelselagen (1987:617).*

Lämnas aktier som säkerhet för kredit och ingår som en mindre del bland dessa aktier även aktier i bankaktiebolaget, utgör första stycket inte hinder för bolaget att som pant ta emot även de egna aktierna. Regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen utfärdar närmare föreskrifter om vilka begränsningar som i detta fall skall gälla.

7 kap. Bankaktiebolagets ledning

5 §

Styrelseledamot skall, när han tillträder sitt uppdrag, för införing i aktiebok anmäla sitt innehav av aktier i bankaktiebolaget och i aktiebolag inom samma koncern som bankaktiebolaget, om det inte har skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.

Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.*	Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

27 Förslag till Lag om ändring i sparbankslagen (1987:619)

Härigenom föreskrivs att 3 kap. 5 § sparbankslagen (1987:619) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
3 kap. Sparbankens ledning	
5 §	
Styrelseledamot skall, när han tillträder sitt uppdrag, för införing i aktiebok anmäla sitt innehav av aktier i aktiebolag inom samma koncern som sparbanken, om det inte har skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.	
Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.*	Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

28 Förslag till Lag om ändring i föreningsbankslagen (1987:620)

Härigenom föreskrivs att 6 kap. 5 § föreningsbankslagen (1987:620) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
6 kap. Föreningsbankens ledning	
5 §	
Styrelseledamot skall, när han tillträder sitt uppdrag, för införing i aktiebok anmäla sitt innehav av aktier i aktiebolag inom samma koncern som föreningsbanken, om det inte har skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.	
Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden*.	Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden*.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

29 Förslag till Lag om ändring i lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar

Härigenom föreskrivs att 6 kap. 5 § lagen (1987:667) om ekonomiska föreningar skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
6 kap. Föreningens ledning	
5 §	
Styrelseledamöterna och verkställande direktören skall när de tillträder sina uppdrag för införing i aktiebok anmäla sitt innehav av aktier i aktiebolag inom samma koncern som föreningen, om det inte har skett dessförinnan. Förändringar i aktieinnehavet skall anmälas inom en månad.	
Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.*	Första stycket gäller inte, om anmälningsskyldighet föreligger enligt *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

30 Förslag till Lag om ändring i konkurslagen (1987:672)

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

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*

8 kap. Försäljning av egendom

7 §

Försäljning av lös egendom som inte sker genom fortsättande av gäldenärens rörelse skall ske på auktion eller på annat sätt efter vad förvaltaren anser vara mest fördelaktigt för boet.

Lös egendom i vilken en borgenär har panträtt eller någon annan särskild förmånsrätt får inte utan hans samtycke säljas på annat sätt än på auktion, om hans rätt är beroende av försäljningen. Även om samtycke inte lämnas, får egendomen säljas på annat sätt än på auktion, om det är sannolikt att högre pris uppnås därigenom och om tillsynsmyndigheten medger det.

Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom fondkommissionär säljer värdepapper, noterat på *fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs,* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.	Samtycke enligt andra stycket krävs inte när förvaltaren genom fondkommissionär säljer värdepapper, noterat på *Stockholms fondbörs eller annan börs,* till gällande börs- eller marknadspris eller när det är fråga om försäljning av lös egendom genom fortsättande av gäldenärens rörelse.

10 §

En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om värdepapper som är noterat på *fondbörs eller på sådan marknad som avses i 2 § andra stycket lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs*, genom fondkommissionär till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan förvaltarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångssammanträdet. Borgenären	En borgenär som innehar lös egendom med handpanträtt får själv ombesörja att egendomen säljs på auktion eller, när det är fråga om värdepapper som är noterat på *Stockholms fondbörs eller annan börs*, genom fondkommissionär till gällande börs- eller marknadspris. En sådan försäljning får dock inte utan förvaltarens samtycke äga rum tidigare än fyra veckor efter edgångssammanträdet. Borgenären skall minst en vecka innan han vidtar åtgärd för egendomens försälj-

Nuvarande lydelse

skall minst en vecka innan han vidtar åtgärd för egendomens försäljning ge förvaltaren tillfälle att lösa in egendomen. Om det är fråga om ett fartyg eller gods eller gods i fartyg eller i luftfartyg eller intecknade reservdelar till luftfartyg, skall egendomen säljas exekutivt.

Föreslagen lydelse

ning ge förvaltaren tillfälle att lösa in egendomen. Om det är fråga om ett fartyg eller gods eller gods i fartyg eller i luftfartyg eller intecknade reservdelar till luftfartyg, skall egendomen säljas exekutivt.

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

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

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

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

31 Förslag till Lag om ändring i lag (1987:813) om homosexuella sambor

Härigenom föreskrivs att lagen (1987:813) om homosexuella sambor[1] skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Om två personer bor tillsammans i ett homosexuellt förhållande, skall vad som gäller i fråga om sambor enligt följande lagar och bestämmelser tillämpas även på de homosexuella samborna:

1. lagen (1987:232) om sambors gemensamma hem,
2. ärvdabalken,
3. jordabalken,
4. 10 kap. 9 § rättegångbalken,
5. 4 kap. 19 § första stycket utsökningsbalken,
6. 19 § första stycket, 35 § 4 mom., punkt 8 andra stycket av anvisningarna till 32 § samt punkt 2 a sjunde stycket av anvisningarna till 36 § kommunalskattelagen (1928:370),
7. lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt,
8. 6 § lagen (1946:807) om handläggning av domstolsärenden,
9. bostadsrättslagen (1971:479),
10. 9 § rättshjälpslagen (1972:429), *samt*
11. *lagen (1981:131) om kallelse på okända borgenärer.*

Föreslagen lydelse

Om två personer bor tillsammans i ett homosexuellt förhållande, skall vad som gäller i fråga om sambor enligt följande lagar och bestämmelser tillämpas även på de homosexuella samborna:

1. lagen (1987:232) om sambors gemensamma hem,
2. ärvdabalken,
3. jordabalken,
4. 10 kap. 9 § rättegångbalken,
5. 4 kap. 19 § första stycket utsökningsbalken,
6. 19 § första stycket, 35 § 4 mom., punkt 8 andra stycket av anvisningarna till 32 § samt punkt 2 a sjunde stycket av anvisningarna till 36 § kommunalskattelagen (1928:370),
7. lagen (1941:416) om arvsskatt och gåvoskatt,
8. 6 § lagen (1946:807) om handläggning av domstolsärenden,
9. bostadsrättslagen (1971:479),
10. 9 § rättshjälpslagen (1972:429),
11. *lagen (1981:131) om kallelse på okända borgenärer,*
12. *lagen (1990:000) om börs- och clearingverksamhet,*
13. *fondkommissionslagen (1990:000) samt*
14. *lagen (1990:000) om insynshandel på värdepappersmarknaden.*

[1] Senaste lydelse 1988:152.

Förutsätter dessa lagar eller bestämmelser att samborna skall vara ogifta, gäller det också de homosexuella samborna.

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

32 Förslag till Lag om ändring i aktiekontolagen (1989:000)[1]

Härigenom föreskrivs att 8 kap. 8 och 9 §§ aktiekontolagen (1989:000) skall ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
8 kap. Förvaltarregistrering m.m.	
8 §	
På begäran av värdepapperscentralen skall en auktoriserad förvaltare lämna uppgifter till värdepapperscentralen om de aktieägare vars aktier han förvaltar. Uppgifterna skall avse aktieägarnas namn, personnummer eller annat identifieringsnummer samt postadress. Förvaltaren skall dessutom uppge det antal aktier av olika slag som varje aktieägare äger. Uppgifterna skall avse förhållandena vid den tidpunkt som värdepapperscentralen bestämmer.	
Värdepapperscentralen skall på begäran *av ett avstämningsbolag* kräva in sådana uppgifter beträffande bolagets aktieägare som avses i första stycket.	Värdepapperscentralen skall på begäran kräva in sådana uppgifter beträffande bolagets aktieägare som avses i första stycket.
Avstämningsbolag har rätt att hos värdepapperscentralen få tillgång till de uppgifter som har lämnats beträffande bolagets aktieägare.	Avstämningsbolag har rätt att hos värdepapperscentralen få tillgång till de uppgifter som har lämnats beträffande bolagets aktieägare. *För övriga gäller 9 §.*
9 §	
Hos värdepapperscentralen skall för varje avstämningsbolag finnas en sammanställning över aktieägare med mer än femhundra sådana aktier i bolaget som förvaltas av en auktoriserad förvaltare. Sammanställningen skall innehålla de uppgifter som anges i 8 § första stycket. En utskrift av sammanställningen skall hållas tillgänglig för var och en på bolagets huvudkontor och hos värdepapperscentralen. Utskriften får inte vara äldre än sex månader. Var och en har rätt att mot ersätt-	Hos värdepapperscentralen skall för varje avstämningsbolag finnas en sammanställning över aktieägare *som innehar aktier vilka förvaltas av en auktoriserad förvaltare och vilka vid det senaste årsskiftet hade ett marknadsvärde som översteg fyra gånger det då gällande basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring.* Sammanställningen skall innehålla de uppgifter som anges i 8 § första stycket. En utskrift av sammanställningen skall hållas tillgäng-

[1] Förslag i prop. 1988/89:152.

Nuvarande lydelse	*Föreslagen lydelse*
ning för kostnaderna få en utskrift av sammanställningen från värdepapperscentralen.	lig för var och en på bolagets huvudkontor och hos värdepapperscentralen. Utskriften får inte vara äldre än sex månader. Var och en har rätt att mot ersättning för kostnaderna få en utskrift av sammanställningen från värdepapperscentralen. *Hos värdepapperscentralen skall vidare för varje avstämningsbolag finnas en sammanställning över aktieägare som innehar aktier som förvaltas av en auktoriserad förvaltare och vilka motsvarar minst en tusendel av det sammanlagda antalet aktier eller röster i bolaget. Om en sådan sammanställning gäller bestämmelserna i andra stycket. Utskriften av sammanställningen får dock inte vara äldre än en månad.*

Denna lag träder i kraft den 1 januari 1991.

1 Inledning

1.1 Våra direktiv

Värdepappersmarknadskommittén har enligt sina direktiv (1987:11, 1988:27), se *bilaga 1 och* 2, att bl.a. överväga frågor som rör tillsyn på värdepappersmarknaden, regler för fondbörsverksamhet, optionsmarknadens verksamhet, fondkommissionärernas verksamhet och insiderhandel. Kommittén skall allsidigt belysa frågor som tas upp samt i förekommande fall lämna förslag till lagstiftning eller andra åtgärder. Vidare bör kommittén försöka göra en bedömning av vilka problem som kan uppstå i framtiden och om möjligt lämna förslag till hur dessa skall lösas.

Enligt i direktiven angivna riktlinjer för arbetet utgör fondbörsens ställning och organisation, optionsmarknadens organisation, normbildning och kontroll, reglerna för börsverksamhet, fondkommissionärernas verksamhet, insiderhandel, fristående optionsrätter och vissa aktiebolagsrättsliga frågor kommitténs viktigaste utredningsuppgifter. Förutom dessa uppgifter är kommittén oförhindrad att ta upp andra frågor avseende förhållandena på värdepappersmarknaden.

Vid sina överväganden vad gäller fondbörsens ställning och organisation bör kommittén bl.a. överväga i vad mån den utveckling som skett motiverar ändringar i fråga om Stockholms fondbörs ensamrätt att bedriva fondbörsverksamhet. I det sammanhanget har kommittén till uppgift att undersöka förutsättningarna att med bevarad koncentration av marknadsplatsen tillåta regional eller lokal börshandel och i vad mån en på så sätt upplagd handel skulle kunna underlätta små och medelstora företags kapitalförsörjning. Till uppdraget hör också att göra en översyn av sammansättningen av börsstyrelsen och dess arbetsuppgifter samt bankinspektionens tillsyn över värdepappersmarknaden. I tilläggsdirektiv har kommittén även fått i uppdrag att överväga hur optionsmarknaden bör vara organiserad.

Enligt direktiven bör kommittén vid sin behandling av reglerna för börsverksamhet överväga vilka särskilda skydds- och kontrollbestämmelser som krävs för att regelsystemet för börshandeln skall kunna anpassas till den tekniska utvecklingen främst på datakommunikationsområdet. Vid utformningen av det nya regelverket bör kommittén enligt direktiven uppmärksamma handeln med alla typer av värdepapper. Till kommitténs uppdrag hör även att göra en utvärdering av OTC-handeln, behovet av inofficiella listor och i förekommande fall lämna förslag till regler för sådan handel.

Vid sin översyn av fondkommissionärernas verksamhet bör kommittén särskilt överväga reglerna i fondkommissionärslagstiftningen om handels-

lager i värdepapper, självinträde och blankning och därvid beakta de skyddsintressen som ligger till grund för reglerna.

Enligt direktiven skall kommittén såvitt angår frågan om insiderhandel i första hand överväga en utvidgning av insiderkretsen till de aktieägande institutionernas portföljförvaltare och andra personkategorier med direkt eller indirekt anknytning till aktiemarknadsbolag. Som exempel på andra personkategorier vilka kan få kännedom om sådan ej offentliggjord information som kan påverka kurserna på aktier m.m. när den blir känd nämns offentliga tjänstemän. Även reglerna för den handel som de anställda hos fondkommissionärer bedriver för egen räkning skall ses över. Vidare skall kommittén överväga om ytterligare värdepapper bör omfattas av förbuden och i vad mån de särskilda förutsättningarna för att förbuden skall bli tillämpliga behöver kompletteras. Bland annat nämns osäkerheten hos allmänheten om olika officiella, halvofficiella och inofficiella noteringar och att det inte kan anses tillfredsställande att bolag som allmänt beskrivs som börsbolag inte omfattas av insiderlagstiftningen.

Viktiga aktiebolagsrättsliga frågor med anknytning till värdepappersmarknaden som kommittén har att beakta enligt direktiven är uppköpserbjudanden, rättegångskostnader och informationsplikt samt fristående optionsrätter.

Vid sina överväganden vad gäller normbildning och kontroll bör kommittén enligt direktiven utreda behovet av effektiva sanktioner mot utgivare av börsregistrerade fondpapper som bryter mot gällande normer. Kommittén bör också göra en utvärdering av de självreglerande åtgärder som vidtagits när det gäller normbildning och kontroll samt göra en avvägning i vad mån lagstiftning eller självreglering bör komma till användning.

Till kommitténs uppdrag hör även att i utredningsarbetet beakta EG-aspekter och bl.a. ta till vara de möjligheter till harmonisering som finns med EG:s regler på området.

1.2 Vårt arbete

Arbetet i kommittén har bedrivits genom sammanträden med kommittén i dess helhet utom vid de två avslutande sammanträdena för justering av betänkandet, då kommitténs experter inte deltagit. Ett av sammanträdena har hållits i internatform.

Vi har hållit en hearing med företrädare från näringslivet och myndigheter samt forskare angående insiderfrågor. Deltagarna har lämnat mycket värdefulla synpunkter om bl.a. behovet av en utvidgning av insiderlagstiftningens tillämpningsområde och tillsynen av insiderhandel. Vi har även som svar på en enkät om insiderfrågor fått viktiga upplysningar om bl.a. självreglering av insiderhandel hos företag, myndigheter och organisationer.

Vi har vidare fortlöpande under vårt arbete haft kontakt med företag och organisationer som lämnat värdefull information om olika frågeställningar på värdepappersmarknaden.

Kommittén har lagt vikt vid att studera förhållandena utomlands. Material har införskaffats från de större utländska värdepappersmarknaderna och särskild uppmärksamhet har riktats mot förhållandena inom EG och Norden. Härvid har ordföranden och kommitténs sekretariat varit i Danmark och därvid besökt Köpenhamns fondbörs, Garantifonden for Danske Optioner og Futures, Vaerdipapircentralen, mäklarföretaget Bröderna Trier och Finanstilsynet. Kommittén har även mottagit besök från värdepappershandelskommittén i Finland och från Finans- og Tolldepartementet i Norge.

Samråd har ägt rum mellan ordförandena och sekretariaten i vår kommitté samt kreditmarknadskommittén (Fi 1983:06) och optionsutredningen (Fi 1987:01) innan de senare avslutade sina arbeten.

På vårt uppdrag har fil. kand. Barbro Sköldebrand försett kommittén med arbetsmaterial om börsbolags och fondkommissionärers överträdelser av skrivna och oskrivna regler på värdepappersmarknaden.

Kommittén har avgett remissyttranden till finansdepartementet över Svenska Bankföreningens framställning om ändring i fondkommissionslagens bestämmelse om fondkommissionsbolags handelslager, försäkringsverksamhetskommitténs slutbetänkande (SOU 1987:58) Försäkringsväsendet i framtiden, kapitel 1 och 2, kreditmarknadskommitténs slutbetänkande (SOU 1988:29) Förnyelse av kreditmarknaden och (Ds 1988:70) Reformering och internationell anpassning av kapitalkravet i svenska kreditinstitut, riksgäldskontorets förslag till ändring i 22 § förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs, PenningmarknadsCentralens PmC Aktiebolag förslag om införande av ett nytt penningmarknadssystem och Stockholms fondbörs förslag till ändring i 19 § förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs.

2 Utvecklingen på värdepappersmarknaden i Sverige

2.1 Inledning

Som en bakgrund till kommitténs överväganden tecknar vi här en översiktlig bild av utvecklingen på värdepappersmarknaden i Sverige i olika avseenden under i första hand 1980-talet. Mer detaljerade bakgrundsuppgifter på olika områden lämnas i anslutning till behandlingen av vissa frågor som börs- och clearingverksamhet (kap. 6), aktiebolag med allmänt spridda aktier (kap. 9), fondkommissionärer (kap. 10), insiderhandel (kap. 12) och börsetik (kap. 13).

En sammanfattande beskrivning av de allmänna utvecklingstendenserna på värdepappersmarknaderna, såväl i Sverige som internationellt, lämnas i kap. 4.

Redogörelsen har i möjligaste mån förts fram till mitten av september 1989. Sifferuppgifter har i allmänhet aktualiserats per halvårsskiftet 1989.

2.2 Marknadsplatser och övrig inhemsk värdepappershandel

Aktiehandel. Vid 1980-talets början, dvs när den nuvarande börs- och fondkommissionslagstiftningen trädde i kraft, var handeln vid Stockholms fondbörs relativt obetydlig. Årsomsättningen på börsen ökade visserligen relativt sett kraftigt till ca 7,5 miljarder kr under år 1980, men var fortfarande mycket låg med internationella mått och i förhållande till börsaktiestockens storlek. Ca 13 procent av börsaktierna i genomsnitt bytte detta år ägare.

Under det hittills mest aktiva året, 1986, omsattes aktier till ett värde av nära 142 miljarder kr vilket motsvarade ca 38 procent av den totala börsaktiestocken. Därefter har omsättningen sjunkit successivt. För första halvåret 1989 uppgick omsättningshastigheten till ca 16 procent och omsättningen i absoluta tal till 55 miljarder kr, vilket är likvärdigt med en årsomsättning på 110 miljarder kr.

Kursutvecklingen har också varit starkt uppåtriktad. Generalindex som noterades till 100 vid utgången av år 1979 har under sommaren 1989 nått en drygt 12 gånger högre nivå. I genomsnitt innebär detta en årlig kursökning på över 30 procent.

Emissionsaktiviteten har också tidvis varit mycket livlig. Under nioårsperioden 1980–88 uppgick nyemissioner och introduktioner av nya bolag till totalt ca 40 miljarder kr (exkl. riktade emissioner av aktier inom landet och emissioner av konvertibla skuldebrev), en ungefär tio gånger högre siffra än under motsvarande del av 1970-talet.

Emissionerna och kursutvecklingen har tillsammans medfört ett mycket kraftigt uppsving för det totala värdet av de börsnoterade aktierna. Vid slutet av juni 1989 uppgick börsvärdet till över 700 miljarder kr mot omkring 60 miljarder kr vid utgången av år 1979. Hänsyn har då tagits till att aktierna i ett 70-tal företag har avregistrerats under 1980-talet efter genomförda uppköp.

Här saknas anledning att gå in i detalj på orsakerna till detta kraftiga uppsving för den svenska aktiemarknaden. I huvudsak sammanfaller orsakerna med den internationella bild som tecknas i de följande två kapitlen, dvs. näringslivets allmänna expansion, de finansiella obalanserna i världsekonomin efter 1970-talets ekonomiska kriser, ökad tillgång till placeringsvilligt kapital från pensionssparande, utlandet och den inhemska allmänheten samt slutligen kraftig tillväxt av antalet förmedlare på marknaden. Särskild betydelse kan tillmätas de utländska placerarnas insteg på den svenska marknaden fr o m år 1981 efter i princip fyra decennier av restriktioner från svensk sida (se vidare nedan, avsnitt 2.6 och 2.7).

Modern datateknik togs relativt tidigt i bruk i den svenska aktiehandeln. Redan under år 1974 tog Stockholms fondbörs datorer i anspråk i liten skala. Datoriseringen har successivt ökat i omfattning. Ett helt nytt datorsystem för handel och informationsspridning introducerades i början av juni 1989, det s k SAX-systemet (Stockholm Automated Exchange). Överföring av marknadsinformation i s k realtid (dvs utan tidsfördröjning) sker fr o m september 1989 via satellit till och från Oslo börs och förbereds beträffande aktiebörserna i Helsingfors och Köpenhamn.

Genom ett beslut av riksdagen i juni 1982 skapades förutsättningar för bildandet av en särskild marknad för mindre och medelstora, ofta familjeägda företag, den s k OTC-listan (från USA importerades förkortningen för begreppet handel "over the counter", dvs över disk hos mäklarfirmor o dyl, även om detta förfarande inte har tillämpats i Sverige). Ett hundratal företag har under årens lopp introducerats på denna marknad och efter uppköp av vissa företag återstod vid slutet av juni 1989 73 företag på OTC-listan. Till en början skedde handeln helt utan fondbörsens medverkan. Efter flera successiva förändringar av bestämmelserna kan handeln numera anlita fondbörsens tekniska resurser och börschefen har ett visst överinseende över förhållandena på denna marknad.

Det fr o m början av 1980-talet gynnsammare emissionsklimatet lockade även vissa andra bolag att vända sig till allmänheten med inbjudan till aktieteckning. Det rörde sig här om bolag som av olika skäl inte kunde påräkna notering vid fondbörsen eller på OTC. Därmed uppstod en med tiden omfattande inofficiell marknad utanför fondbörsen som även omfattade några företag som avregistrerats genom särskilt beslut i börsstyrel-

sen. Fr o m den 1 juli 1988 införde Stockholms fondbörs en särskild s k O-lista (för oregistrerade värdepapper) där flertalet av dessa aktier numera noteras. Efter det att ett bolag har undertecknat en förbindelse om att iaktta informationskrav som i allt väsentligt överensstämmer med motsvarande plikter för börs- och OTC-företagen medger börsen att bolagets aktier får handlas i börsens datorsystem.

Ytterligare några delmarknader har betydelse från de utgångspunkter värdepappersmarknadskommittén har att beakta. Ett relativt stort antal andra svenska företag, enligt vår uppskattning omkring ett hundratal, har på olika sätt fått en så vid ägarkrets att mer eller mindre regelbunden handel i deras aktier har uppstått. I viss utsträckning har en spontan ägarspridning uppstått, men i flertalet fall har bolaget vänt sig aktivt till allmänheten med ett emissionserbjudande. Handeln i vissa av dessa aktier är föremål för rapportering i massmedia eller på annat sätt. Därvid används benämningar som "inofficiella listan", "C-listan", "D-listan", "Venture Opportunities" m fl.

Under 1989 har erbjudanden riktats till den svenska allmänheten att teckna aktier i vissa icke noterade utländska bolag sedan valutaregleringen i början av året avskaffades i dessa delar. Valutabestämmelserna föreskriver dock att valutainlänning som förvärvar utländska aktier måste anlita svensk valutabank eller av riksbanken godkänd fondkommissionär.

Handel med konvertibla skuldebrev. Genom en förändring i aktiebolagslagen år 1973 öppnades möjligheter för svenska aktiebolag att emittera konvertibla skuldebrev (konvertibler). Dessa kan på vissa på förhand bestämda villkor utbytas mot aktier i det emitterande bolaget. Ett växande antal bolag, både börsnoterade och andra, har under senare år emitterat konvertibler. Ett 30-tal konverteringslån är f.n. börsnoterade. Omsättningen i dessa uppgick under 1988 till 2,9 miljarder kr.

Handel med räntebärande värdepapper. Handel med räntebärande svenska obligationer har formellt förekommit på Stockholms fondbörs i åtskilliga decennier. Sedan många år sker dock praktiskt taget all obligationshandel utanför börsen i andra former, även om i stort sett samtliga emitterade obligationslån är inregistrerade vid börsen av formella skäl. I placeringsreglementena för vissa stora obligationsplacerare (allmänna pensionsfonden, försäkringsbolagen m fl) och i bestämmelserna om förvaltning av omyndigas medel föreskrivs nämligen att investeringar i obligationer bara får göras om dessa är börsnoterade.

Från början av år 1980 har också en marknad vuxit fram för kortfristiga räntebärande värdepapper efter introduktionen av s k bankcertifikat. Med tiden har handeln i obligationer och i kortfristiga papper smält samman till det som i dagligt tal brukar kallas penningmarknaden. Värdepapper med lång löptid kan sålunda omsättas mycket ofta medan vissa papper med kort löptid kan ligga kvar hos samma placerare till förfallodagen.

Handeln på penningmarknaden sker informellt genom telefonkontakter mellan banker, fondkommissionärer och ett fåtal större placerare. Information om marknadsläget sprids via informationsföretaget Reuters bildskärm-

sterminaler. På dessa visas s k indikativa räntor, dvs information utan förpliktelse för avsändaren, vilket bland annat uppges hänga samman med att förändringarna på marknaden ibland sker så snabbt att bildsidorna inte alltid hinner uppdateras. Ingen information sprids om avslutskurser och omsatta volymer.

Mot bakgrund av att handeln således sker i oreglerade former föreligger ingen tillförlitlig statistik över den totala omsättningen på penningmarknaden. Enligt uppgifter från Stockholms fondbörs fanns vid 1988 års slut nära 1.600 räntebärande obligationslån registrerade vid fondbörsen.

En utförlig redogörelse för den svenska penning- och obligationsmarknaden lämnas i kreditmarknadskommitténs slutbetänkande Förnyelse av kreditmarknaden (SOU 1988:29).

Under början av år 1988 tog Sveriges riksbank initiativ till att projektera ett nytt informationssystem för den svenska penningmarknaden, kallat PmI (penningmarknadsinformation). Ett principbeslut fattades under sommaren 1988 i samarbete mellan riksbanken och Svenska fondhandlareföreningen och systemet togs i drift i slutet av september 1989. Delägare i det för ändamålet bildade Penningmarknadsinformation PmI AB är, förutom riksbanken och Svenska fondhandlareföreningen, samtliga svenska banker med fondkommissionstillstånd och fondkommissionsbolag.

En annan väsentlig funktion på penningmarknaden är leveranser och säkerheter i samband med överlåtelser. Omsättningen av räntebärande värdepapper har medfört en rad administrativa och praktiska problem och risker. För att eliminera dessa problem har marknadens parter enats om att bilda bolaget Penningmarknadscentralen PmC med beräknad driftstart i juli 1990. PmC skall erbjuda sina medlemmar/aktieägare ett papperslöst kontobaserat datorsystem för registrering av värdepappersinnehav och utväxling av likvid mot leverans vid omsättning av berörda värdepapper.

I PmI-systemet kommer att förmedlas information från PmC om avslutskurser och omsatta volymer för berörda värdepapper. De närmare formerna för detta har ännu inte fastställts.

Av betydelse för obligations- och penningmarknadens framtida utveckling är också avvecklingen av valutaregleringen. Fr o m den 1 juli 1989 får svenska investerare fritt placera i bl a utländska obligationer. Dessa skall emellertid liksom utländska aktier förvaras i särskild depå hos svensk valutabank eller av riksbanken godkänd fondkommissionär. För svenska emittenter och innehavare av svenska obligationer och penningmarknadsinstrument öppnas vidare möjlighet att vända sig till utländska marknader och placerare. Vid överlåtelse och emission av på svenska kronor lydande obligationer m.m. skall dessa läggas i sådan särskild depå hos svensk valutabank eller godkänd fondkommissionär om emittenten är svenska staten eller ett kreditinstitut.

Redan i början av juli har flera svenska obligationsemittenter placerat obligationer utomlands och inregistrerat dessa vid fondbörsen i Köpenhamn.

Enligt förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs, 19 §, får in-

registering vid fondbörsen ej ske av obligationer, förlagsbevis eller liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning som har givits ut av annan än svensk låntagare och som inte har bjudits ut offentligt inom landet av svensk bank. I april 1989 har fondbörsen begärt hos regeringen att denna föreskrift upphävs.

Premieobligationer. Som ett led i svenska statens upplåning har sedan lång tid tillbaka emitterats premieobligationer. Till skillnad från räntebärande obligationer fördelas avkastningen på premieobligationer i form av utlottning av vinster i olika valörer. Vid slutet av 1988 uppgick det nominella värdet av utestående premieobligationslån till ca 55 miljarder kr med ett marknadsvärde på ca 60 miljarder kr. Samtliga premieobligationslån noteras på Stockholms fondbörs, där också en stor del av handeln sker. Omsättningen i premieobligationer på fondbörsen uppgick under åren 1987 och 1988 till 20,5 resp. 21,5 miljarder kr.

Tillförlitlig statistik om premieobligationsmarknadens totala omfattning saknas. De uppgifter som i fortsättningen lämnas bygger därför delvis på uppskattningar gjorda av privata företag på marknaden och av riksgäldskontoret.

Den del av handeln som förmedlas av fondkommissionärer utanför fondbörsen är inte känd, då – till skillnad från handeln i aktier och konvertibla skuldebrev – ingen skyldighet föreligger att till fondbörsen efteranmäla sådana affärer. Enligt gjorda uppskattningar kan denna handel uppgå till mellan 2,5 och 5 miljarder kr, dvs motsvarande 10 – 25 procent av den registrerade börsomsättningen.

Sedan 1986 förekommer också en omfattande terminshandel i premieobligationer, dvs handel för senare betalning och leverans. Enligt gällande lag får vid fondbörsen endast bedrivas s k kassaaffärer, dvs för omedelbar leverans. Terminshandeln sker därför utanför fondbörsen och uppskattas uppgå till ungefär samma belopp som börsomsättningen, dvs omkring 20 miljarder kr per år.

Riksgäldskontoret har i april 1989 i en framställning till regeringen hemställt hemställt om ändring i förordningen om Stockholms fondbörs så att terminshandel i premieobligationer inordnas i den officiella börshandeln och i SAX-systemet samt utövas under börsstyrelsens ansvar. Framställningen har i mitten av september ännu ej lett till beslut om ändring.

Options- och terminshandeln. Framväxten och uppbyggnaden av handel i standardiserade optioner och terminskontrakt (s k derivatinstrument) i Sverige har utförligt beskrivits i optionsutredningens betänkande Handel med optioner och terminer (SOU 1988:13). Här skall utvecklingen endast kort rekapituleras.

I juni 1985 påbörjades handel med standardiserade aktieoptioner inom bolaget Stockholms Optionsmarknad OM Fondkommission AB (OM). Handeln har senare utvidgats till att gälla såväl optioner som terminskontrakt avseende aktier, aktieindex, räntebärande värdepapper och vissa valutor. Clearing av dessa instrument sker inom OM.

OM har genom delägda intressebolag påbörjat handel i Finland och

Frankrike samt har planer för motsvarande verksamhet i Belgien, Norge och Spanien. Ett dotterbolag är under etablering i London.

Ett med OM konkurrerande företag, Sweden's Options and Futures Exchange AB (Sofe), startade sin verksamhet i mars 1987. Clearing av de handlade instrumenten sköttes av Sofes helägda dotterbolag Stockholms Clearinghus. I februari 1989 meddelades att Sofes styrelse beslutat att med omedelbar verkan lägga ned verksamheten.

Av betydelse för den framtida utvecklingen för options- och terminshandeln i Sverige är också vissa delar i riksbankens beslut att fr o m den 1 juli 1989 upphäva alla återstående valutarestriktioner. Genom beslutet får företag och privatpersoner i Sverige fritt bl. a. göra termins- och optionsaffärer i utländsk valuta inom landet och ut- och införa alla slag av värdepapper.

Datoriserade informationssystem på den svenska marknaden. Ovan har i korthet omnämnts det brittiska informationsföretaget Reuters som är det största företaget i sitt slag i Sverige. Företaget sprider främst finansiella nyheter och värdepappersnoteringar till professionella mottagare via ett nät av terminaler som ger tillgång till ögonblicklig information från ett mycket stort antal marknadsplatser i hela världen.

Reuters verksamhet baseras huvudsakligen på handeln i utländsk valuta och i räntebärande värdepapper. I Sverige förmedlar Reuters – som nämnts ovan – indikativa köp- och säljkurser till ledning för en telefonhandel i räntebärande värdepapper. För vissa icke börsnoterade aktier och för vissa ej standardiserade aktieoptioner lämnas också kursuppgifter i Reutersystemet.

På den svenska marknaden arbetar även vissa andra datoriserade informationsföretag, men deras verksamhet är f.n. av förhållandevis liten omfattning.

2.3 Förmedlare och liknande institut

Även bland yrkesmässiga förmedlare av värdepapper har förhållandena ändrats i Sverige under 1980-talet. Antalet fondkommissionärer, dvs företag som yrkesmässigt handlar med värdepapper för annans räkning i eget namn, har ökat. Nya typer av förmedlare som inte omfattas av gällande fondkommissionslagstiftning har vuxit fram.

År 1980 fanns i Sverige 18 fondkommissionsbolag och banker med fondkommissionstillstånd. Alla dessa var medlemmar av Stockholms fondbörs. Under årens lopp har antalet ökat så att Stockholms fondbörs vid slutet av år 1988 hade 30 medlemmar. Därutöver fanns vid denna tidpunkt ytterligare 12 fondkommissionsbolag och banker med fondkommissionstillstånd som inte var medlemmar av fondbörsen. Av den sistnämnda gruppen var två utlandsägda affärsbanker, fem sparbanker och fem fondkommissionsbolag.

Av mer principiellt intresse för kommitténs överväganden är framväxten av vissa nya typer av värdepappersförmedlare som inte faller in under definitionen av fondkommissionsverksamhet. Till dessa hör s k brokers,

fristående market-makers (marknadsgaranter), "bankirfirmor", och företag som förmedlar lån av värdepapper. Gemensamt för alla dessa förmedlare är att de inte agerar för annans räkning i eget namn.

Brokers. Efter mönster från andra länder har under senare år etablerats s k brokerföretag eller interbankmäklare. Dessa knyter samman köp- och säljintresse hos olika fondkommissionärer. Sedan brokerföretaget konstaterat att förutsättningar finns för avslut sammanförs de två kontrahenterna som därefter slutför affären mellan sig. Brokerföretaget utför med andra ord affärer för annans räkning men ej i eget namn.

Fristående market-makers (marknadsgaranter). Vid vissa marknadsplatser i Sverige och utlandet förekommer s k market-makers som åtar sig att ställa köp- och säljkurser i vissa instrument. Åtagandet kan ske genom avtal med marknadsplatsen (f.n. endast OM) eller med en värdepappersemittent (i Sverige f. n. endast riksgäldskontoret). På detta sätt bidrar dessa företag till att upprätthålla en hög likviditet i handeln. Företagen handlar endast för egen räkning och i eget namn. (På den svenska OTC-marknaden förekommer s k market-makers som också har andra uppgifter än de här nämnda.)

"Bankirfirmor". Vissa företag som ofta uppträder under beteckningen "bankirfirma", "finanshus" etc agerar som ombud för fondkommissionärer gentemot allmänheten, ofta utanför storstadsområdena och i kombination med viss rådgivning. För denna förmedlaruppgift erhåller de del av fondkommissionärens courtage. Dessa företag tar normalt inte egna värdepapperspositioner.

Företag som förmedlar lån av värdepapper. De svenska fondkommissionärerna är förbjudna att medverka till eller för egen räkning utföra s k blankning, dvs försäljning av lånade värdepapper. Sedan intresse uppkommit på marknaden att genomföra blankningsaffärer har utrymme skapats för andra företag att medverka genom att förmedla kontakt mellan dem som mot ersättning vill låna ut värdepapper och dem som vill låna för att genom försäljning och senare återköp till lägre kurs kunna dra fördel av en väntad kursnedgång. Åtminstone ett företag på marknaden bedriver yrkesmässigt sådan förmedling.

Slutligen bör nämnas förekomsten av *vissa andra typer av yrkesmässig verksamhet på värdepappersmarknaden*. Till dessa hör placeringsrådgivning, värdepappersförvaltning och medverkan vid emissioner genom utarbetande av prospekt och garantiverksamhet. Under 1980-talet har ett antal företag etablerats i Sverige för en eller flera av de nämnda verksamheterna utan samband med bank- eller fondkommissionsrörelse. Några av dessa företag är (eller driver i koncernbolag) finansbolag eller aktiefondbolag medan andra saknar tillsynspliktig verksamhet.

Den s k branschglidning mellan olika finansiella sektorer som har kunnat iakttas internationellt har i viss utsträckning också varit märkbar i vårt land. Med detta avses att gränserna allt mer suddas ut mellan rörelser som bankresp. försäkringsverksamhet, andra kreditinstitut, finansbolag, förmedling av värdepapper etc. Dessa frågor omfattas inte av våra direktiv och berörs

här därför kort för att komplettera bilden av utvecklingen inom förmedlarbranschen.

Svenska fondkommissionsbolag har inte tillstånd att skaffa sig intressen i andra finansiella företag (annat än inom ramen för det tillåtna handelslagret av aktier). Däremot har det blivit vanligt att fondkommissionsbolag ingår som dotter- eller intressebolag i koncerner där även annan finansiell verksamhet finns. Som exempel kan nämnas den s k finansiella koncernen GotaGruppen vars moderbolag direkt eller indirekt har majoritetsintressen i affärsbanker, fondkommissionsbolag och finansbolag. I några andra fall har industrikoncerner startat eller förvärvat finansbolag, aktiefondsverksamhet, försäkringsrörelse, helägda fondkommissionsbolag m m.

Bland fondkommissionärerna har en *internationalisering* av verksamheten påbörjats. Svenska banker och fondkommissionärer är sedan flera år etablerade i andra länder genom dotterbolag medan utlänningar enligt lag i princip har varit förhindrade att starta motsvarande verksamhet i Sverige. Först ges här en kort redogörelse för svenska etableringar i utlandet och därefter för utländsk verksamhet i Sverige.

Svenska etableringar i utlandet. Svenska banker har under årens lopp etablerat dotterbolag (numera även filialer) i en rad länder i Europa och andra världsdelar. Flera av dessa utländska rörelser bedriver förmedling av värdepapper på eller vid sidan om befintliga marknadsplatser.

Vissa av de svenska fondkommissionsbolagen numera har hel- eller majoritetsägda dotterbolag eller minoritetsinnehav i intressebolag som driver värdepappersförmedling i andra länder. Några exempel: Carnegie Fondkommission (numera dotterbolag till PKbanken) har dotterbolag eller samarbetande bolag i London, New York och Köpenhamn. GotaGruppen äger 40 procent i ett värdepappersförmedlande bolag i London. Alfred Berg Fondkommission har delägda bolag i Norge och Danmark. United Securities Fondkommission (tidigare benämnt United Brokers) har i juli 1989 etablerat ett helägt dotterbolag i London. Ytterligare några svenska fondkommissionsbolag har intressen i de nordiska länderna.

En mellanställning mellan bank och fondkommissionsbolag intas av Enskilda Fondkommission som formellt är en del av S-E-Banken men som drivs som en självständig affärsrörelse. Enskilda Fondkommission har verksamheter i London och Paris samt representationskontor i Tokyo och New York.

Svenska bankers och fondkommissionsbolags etableringar utomlands kräver tillstånd av såväl regeringen och bankinspektionen i Sverige som av motsvarande myndigheter i etableringslandet.

Det svenska företaget Nordic Broker har upprättat ett dotterbolag i Storbritannien. Enligt vad som har inhämtats från företaget försenades tillstånd från vederbörande organ i London av det faktum att moderbolaget inte regleras av lagstiftning eller står under bankinspektionens tillsyn i Sverige.

Utländska etableringar i Sverige. Sedan 1 januari 1986 har utländska banker tillåtits att etablera dotterbolag i Sverige. Två av dessa dotterbolag

har också erhållit fondkommissionstillstånd (men inget av dessa har hittills ansökt om börsmedlemskap vid Stockholms fondbörs).

Sedan sommaren 1983 råder ett provisoriskt förbud för utlänningar att äga aktier i svenska fondkommissionsbolag i avvaktan på kreditmarknadskommitténs arbete. Redan då detta förbud inträdde fanns utländskt minoritetsägande i ett fondkommissionsbolag.

Sedan början av 1980-talet har några utländska brokerföretag varit verksamma på den svenska penningmarknaden genom telefon- och dataförbindelser. Bankinspektionen har behandlat en liknande form för bedrivande av mäklarverksamhet i Sverige på options- och terminsmarknaderna utan egen etablering i Sverige. SOFE begärde på sin tid bankinspektionens synpunkter på huruvida utländsk bank som ville delta i handeln på SOFE och bli antagen som clearingmedlem hos SOFE:s dotterbolag Stockholms Clearinghus kunde anses bedriva verksamhet i Sverige. Den utländska banken förutsattes delta via datakommunikation från sitt hemlands kontor.

Bankinspektionen konstaterade i sitt svar att gällande lagstiftning inte behandlar var sådan verksamhet bedrivs som i allt väsentligt sker via datakommunikation. Inspektionen ansåg sammanfattningsvis att utländsk banks handel på SOFE (via det elektroniska ATS-systemet på SOFE) inte kunde anses innebära att sådan verksamhet bedrevs som erfordrar bankinspektionens tillstånd. Inspektionen översände sitt ställningstagande till värdepappersmarknadskommittén.

2.4 Värdepapper och andra finansiella instrument

Sedan nu gällande börs- och fondkommissionslagstiftning trädde i kraft 1980 har flera nya värdepapper och andra finansiella instrument tillkommit på den svenska marknaden:

- konvertibla vinstandelsbevis
- standardiserade köp- och säljoptioner
- standardiserade terminskontrakt
  bådadera avseende aktier, obligationer, aktieindex och vissa utländska valutor
- icke standardiserade köpoptioner avseende aktier och konvertibla skuldebrev
- icke standardiserade terminskontrakt avseende t ex premieobligationer
- utländska depåbevis
- leveransförbindelser på penningmarknaden

Även för sedan tidigare lagreglerade värdepapper har förhållandena förändrats under 1980-talet. En betydande andrahandshandel har uppstått i fristående optionsbevis, dvs. teckningsoptioner som avskiljts från skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning. (Enligt aktiebolagslagen kan teckningsoptioner inte emitteras separat från skuldebrev.) Beträffande optionsbevis utfärdade av börsbolag m fl sker denna andrahandshandel på

fondbörsens s k O-lista för oregistrerade värdepapper. Åtskilliga börsbolag har givit sina aktieägare rätt att teckna aktier i ett av börsbolaget tidigare helägt dotterbolag. I samband därmed har tidvis en omfattande handel förekommit i s k inköpsrättsbevis.

2.5 Debatt och utveckling på regleringsområdet

Liksom i flertalet andra jämförbara länder har debatten varit livlig i Sverige under senare år om påstådda eller konstaterade missförhållanden på värdepappersmarknaden. Debatten har rört ett flertal olika områden, insideraffärer, minoritetsfrågor, intressekonflikter och andra missförhållanden bland fondkommissionärer, brott mot av börsstyrelsen uppställda regler m m. (En utförligare översikt ges i kap. 13.)

Vid flera tillfällen har lagstiftningen förändrats. En ny insiderlag trädde i kraft den 1 oktober 1985 och denna lag har därefter ändrats under 1986 och 1987. Nya bestämmelser om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag infördes den 1 juli 1987.

Bankinspektionens tillsynsverksamhet har ställts inför nya åligganden och har tillförts utökade resurser. Som exempel på en helt ny tillsynsuppgift kan nämnas tillkomsten av en organiserad options- och terminsmarknad.

Vad gäller verksamheten vid fondbörsen har börsstyrelsens övervakning varit omfattande och börsstyrelsen har vid åtskilliga tillfällen ingripit med sanktioner. Ett nytt inregistreringskontrakt som reglerar börsbolagens informationsskyldigheter och som ger föreskrifter om förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden gäller fr o m den 1 januari 1989.

2.6 Övrig reglering av betydelse

Även på andra områden av betydelse för värdepappersmarknaden har förutsättningarna förändrats i hög grad. Här redovisas de områden som inte omfattas av värdepappersmarknadskommitténs direktiv men där förändrad reglering har haft eller kommer att få betydelse för utvecklingen på berörda marknader.

Regleringen av kreditmarknaderna har stegvis borttagits. Fr o m 1986 kan kreditmarknaden här i landet betecknas som helt avreglerad.

Valutaregleringen har successivt mjukats upp och avvecklats. Därmed har tidigare hinder för svenskars förvärv av utländska värdepapper resp. för utlänningars förvärv av svenska värdepapper undanröjts.

Omsättningsskatt på värdepapper har införts i flera steg, senast vid årsskiftet 1988/89. Denna skatt har haft betydelse för den svenska värdepappersmarknadens konkurrenskraft och har lett till en viss överflyttning av handel i svenska värdepapper till utlandet.

Utländska etableringar i Sverige. Sedan 1 januari 1986 har utländska banker tillåtits att etablera dotterbolag i Sverige. Två av dessa dotterbolag har också erhållit fondkommissionstillstånd, även om inget av dessa hittills har ansökt om börsmedlemskap vid Stockholms fondbörs.

2.7 Internationaliseringens former och konsekvenser

2.7.1 Aktieemissioner

Internationell värdepappershandel är inte något nytt fenomen för 1980-talet. Detta konstaterande gäller också för svensk del. Fram till införandet av valutaregleringen år 1940 förekom inga hinder för utlänningars förvärv av svenska aktier (annat än bestämmelserna i 1916 års lag som begränsade utlänningars samlade innehav i ett svenskt bolag med utlänningsförbehåll i bolagsordningen till i princip 40% av aktiekapitalet eller 20% av röstvärdet). Inte heller förelåg några restriktioner av betydelse för svenskars förvärv av utländska aktier. Export och import av obligationer från resp. till Sverige förekom i stor skala redan under 1800-talet och fick ett uppsving under Kreugertiden.

2.7.1.1 Svenska aktieemissioner i utlandet

Svenska börsföretag emitterade aktier i utlandet redan på 1920-talet i viss omfattning. Redan år 1922 genomförde det då Kreugerdominerade Svenska Tändsticksaktiebolaget (STAB) en aktieemission på den brittiska marknaden vilken ledde till börsnotering i London. Denna aktieemission följdes under 1920-talet av flera andra: för Kreuger & Toll och STAB på flera andra europeiska börser samt för Alfa-Laval (dåvarande Separator), Electrolux och SKF på Londonbörsen år 1928. Delvis utnyttjade de tre sistnämnda, icke Kreuger-anknutna företagen Ivar Kreugers kontaktkanaler. Efter STAB:s sista stora emission i januari 1931 beräknades upp emot två tredjedelar av företagets aktier ligga på utländska händer.

Efter börsavmattningen och Kreugerkraschen i början av 1930-talet avstannade svenska företags utländska emissionsverksamhet nästan helt ända fram till början av 1980-talet. Handeln i svenska aktier i utlandet begränsade sig till de papper som finns kvar på utländska händer från tidigare.

Sedan valutaregleringen hade införts år 1940 var utlandsemissioner i princip förbjudna under fyra decennier. Enstaka företag fick under 1970-talet tillstånd att placera (nyemitterade eller befintliga) aktier utomlands, främst Volvo under år 1974. Under åren 1979–82 mjukades tillämpningen av valutaregleringen i detta avseende upp successivt. Fr o m år 1981 har svenska aktiemarknadsföretag emitterat aktier på utländska marknader för sammanlagt nära 8 miljarder kr.

Ett intressant exempel av delvis annat slag från år 1988 kan antyda en ny typ av utlandsemission med svensk anknytning. Detta år genomfördes en marknadsintroduktion i USA av ett litet svenskt bioteknikföretag, Biopool, med 16 anställda och verksamhet i Umeå. Aktier och andra värdepapper i ett nybildat amerikanskt moderbolag, CytRx Biopool, till ett värde av ca 40 milj kr såldes på den amerikanska marknaden under våren 1988. Forskare och företagsledning i Umeå äger betydande delar av det amerikanska företagets aktier.

2.7.1.2 Utländska aktieemissioner i Sverige

En motsvarande uppmjukning skedde under år 1982 av valutareglerna för utländska företags aktieemissioner i Sverige. Tillstånd lämnades av riksbanken för företag som drev verksamhet av betydelse här i landet och på villkor att kontroll kunde utövas över stocken av aktier i Sverige genom ett system med s k svenska depåbevis. På den svenska marknaden har under åren 1982 – 1988 emitterats aktier (i form av s k depåbevis) i nio utländska företag. Huvuddelen av dessa företag härrör från de andra nordiska länderna: tre är finska, två norska, ett danskt, ett amerikanskt (dotterbolag till ett svenskt börsbolag) samt – under år 1988 – två franska. I samtliga fall har aktieemissionen varit förenad med en notering på Stockholms fondbörs. Valutabestämmelserna har inte medgivit emissioner till den allmänna marknaden i annat syfte. I juni 1989 har ytterligare ett amerikanskt företag emitterat aktier på den svenska marknaden och i samband därmed ansökt om registrering vid Stockholms fondbörs.

Valutaregleringen avseende svenskars förvärv av utländska aktier avvecklades den 19 januari 1989, dock med det villkoret att aktierna läggs i depå hos valutabank eller av riksbanken godkänd fondkommissionär. Därmed kan också omfattningen av utländska aktieemissioner i Sverige komma att öka. I allmänhet torde sådana även i framtiden ske genom fondkommissionär med sikte på börsnotering. Man kan dock inte utesluta att även andra utländska företag kan vara intresserade av att placera aktier på den svenska marknaden.

2.7.2 Börsregistrering och motsvarande

2.7.2.1 Svenska noteringar i utlandet

Ett 20-tal svenska företags aktier är nu föremål för notering på en eller flera utländska marknader. I några fall daterar sig börsnoteringen från mellankrigstiden, men flertalet hänger samman med utlandsemissioner under 1980-talet.

Den utlandsägda andelen av den totala aktiestocken i de svenska börsföretagen var som högst uppe i ca 8 procent vid slutet av år 1985. Fr o m sommaren 1986 har ett betydande återflöde skett av svenska börsaktier från utlandet till Sverige och andelen kan vid slutet av år 1988 beräknas ha sjunkit till 5–6 procent.

Noteringsformen för svenska aktier utomlands kan vara av någon av följande typer:

Börsnotering, vanligen på Londonbörsen eller på någon av börserna i de nordiska länderna. Några företag noteras på andra europeiska börser resp. på Tokyobörsen.

Inofficiell notering, till exempel på Londonmarknaden eller på den s k telefonmarknaden i Västtyskland.

Annan notering. Härmed avses i första hand det amerikanska elektronis-

ka handelssystemet NASDAQ (se vidare avsnitt 3.2.8.1). F.n. är nio svenska företag noterade på NASDAQ, Asea, Electrolux, Ericsson, Gambro, Pharmacia, Sandvik, SCA, SKF och Volvo samt det ovannämnda Biopool. Noteringen sker av depåbevis, s k ADR (American Depositary Receipts), varvid aktierna deponeras i en amerikansk depåbank och depåbevisen noteras i amerikanska dollar. Företaget registreras hos SEC och åläggs viss informationsskyldighet.

NASDAQ är därmed den utländska marknadsplats som näst London har flest svenska företag noterade. Omsättningen är livlig i flera aktier. Som exempel kan nämnas att omsättningen i Pharmacia under år 1987 var 30 procent högre i New York än i Stockholm (3,8 miljarder kr på NASDAQ mot 2,9 miljarder kr i Stockholm).

Utanför NASDAQ noteras ytterligare några svenska företag inofficiellt på s k pink sheets på den amerikanska marknaden, nämligen Aga och Alfa-Laval.

Fyra svenska företag noteras i både Stockholm, övriga Europa, New York och Tokyo och är därmed i princip föremål för handel dygnet runt, nämligen Aga, Pharmacia, Sandvik och Volvo. Detta aktualiserar särskilda frågor om samordning av bolagens information till marknaderna, börsstopp vid större affärshändelser m. Dessa frågor löses i samråd mellan de berörda marknaderna i enlighet med internationella överenskommelser och berörs därför inte närmare här.

2.7.2.2 Utländska noteringar i Sverige

Som tidigare nämnts har alla till allmänheten riktade aktieemissioner av utländska företag i Sverige varit förknippade med en notering på Stockholms fondbörs. Inofficiell eller annan notering förekommer ännu inte men kan snart förväntas. Som exempel kan nämnas att ett schweiziskt företag under början av 1989 har lämnat ett uppköpserbjudande till aktieägarna i ett svenskt inofficiellt noterat bolag. Betalningen erläggs i form av nyemitterade aktier i det schweiziska företaget och avsikten är att dessa skall bli föremål för allmän handel i Sverige.

2.7.3 Aktiehandel över gränserna

Utländska placerare svarade under femårsperioden 1983–87 för en ungefär lika stor andel av aktieomsättningen på Stockholmsbörsen som vid världens större aktiebörser i övrigt, dvs ca 10 procent. Till detta kommer en stor men okänd omsättning i svenska aktier på utländska marknadsplatser.

Svenska placerares affärer i utländska aktier har länge varit av mycket begränsad omfattning. Under åren 1983–85 uppgick summan av köp och försäljningar i genomsnitt till drygt 3 miljarder kr per år med en obetydlig nettoimport. Därefter genomfördes vissa lättnader i valutaregleringen, vilket ledde till att summan av valutainlänningarnas köp och försäljningar av utländska aktier ökade till drygt 9 miljarder kr under 1987 resp. ca 14

miljarder kr under 1988 med en sammanlagd nettoimport på ca 3 miljarder kr. Fr o m den 19 januari 1989 har handeln med utländska aktier som nämnts släppts helt fri. Under första halvåret 1989 steg valutainlänningarnas sammanlagda köp och försäljningar av utländska aktier till omkring 24 miljarder kr med en nettoimport på knappt 11 miljarder kr.

En ny typ av utländsk aktiehandel av betydelse för den svenska marknaden har introducerats i augusti 1989 i och med igångsättandet av den datoriserade marknadsplatsen Nordex i London. Verksamheten bedrivs av Transvik Ltd. Bolagets största ägare är de svenska företagen Kinnevik och Invik.

Denna datoriserade handel tar sikte på de i utlandet mest omsatta nordiska aktierna, till en början ett tjugotal svenska och ungefär lika många sammanlagt från de övriga nordiska länderna. Enligt vad vi har inhämtat från företrädare för Transvik avses systemet konkurrera med dels Londonbörsens motsvarande handel, dels med den informella telefonhandeln utanför börsen. (Se vidare avsnitt 3.2.5.1 nedan.) Planer finns för etablering på andra håll i världen, bland annat i Luxemburg för handeln i s k Eurobonds.

Under 1988 planerade Transviks svenska bolag att starta ett system för automatisk handel med inofficiellt noterade papper. Förutsättningarna för detta upphörde dock då Stockholms fondbörs introducerade den s k O-listan.

2.7.4 Internationellt tillsynssamarbete

Internationellt tillsynssamarbete är en relativt ny företeelse även för svensk del. Vid ett sammanträde i maj 1988 träffade tillsynsmyndigheterna i de fem nordiska länderna en överenskommelse om utökat samarbete och utbyte av information på värdepappersmarknadsområdet, bl a i samband med insiderundersökningar. Varje nordisk tillsynsmyndighet åtar sig, på begäran av någon av de nordiska tillsynsmyndigheterna, att lämna upplysningar och dokument som myndigheten har tillgång till eller som det är möjligt att inhämta "med rimliga arbetsinsatser och kostnader", allt i den utsträckning som är möjlig enligt varje lands lagstiftning.

Överenskommelsen är av i huvudsak samma karaktär som de i kap. 3 nämnda avtalen mellan amerikanska SEC och vissa andra länder. Den svenska regeringen har i ett beslut i maj 1988 bemyndigat bankinspektionen att ingå denna överenskommelse.

Vissa diskussioner förs mellan bankinspektionen och dess motsvarigheter i USA och Storbritannien. De avtal som dessa länder har ingått med andra stater är dock mycket omfattande och kan medföra behov av lagändring i Sverige.

3 Internationella förhållanden

3.1 Inledning

Internationaliseringen av värdepappersmarknaderna gör det motiverat att relativt utförligt beskriva förhållandena i vissa viktigare länder. I avsnitt 3.2 beskrivs utvecklingen i några av de viktigaste länderna och regionerna. Förhållandena i de andra nordiska länderna, Storbritannien och USA har bedömts vara av särskilt intresse. För att komplettera bilden ges också översiktliga beskrivningar av vissa andra länder. När det gäller reglering av värdepappersmarknaderna ligger tonvikten i detta avsnitt på en beskrivning av värdepappershandel, regelverk och tillsyn på nationell nivå. I avsnittet ges också en redogörelse för olika internationella datoriserade system på värdepappersmarknaderna utanför de reguljära marknadsplatserna.

Utvecklingen av regleringen på värdepappersområdet inom EG och inom vissa internationella organisationer beskrivs översiktligt i avsnitt 3.3. För en fördjupad diskussion av EG:s direktiv och direktivförslag hänvisas till de kapitel där vi redogör för våra förslag på olika områden och till bilaga 3.

Vissa delar av beskrivningen av internationella förhållanden lämnas inte i detta kapitel utan i de sammanhang där resp. frågor diskuteras. Det gäller börsstyrelsernas sammansättning (avsnitt 6.6.3), insiderhandel (kap. 12), utformningen och tillämpningen av börsetiska regler och vissa speciella frågor i samband därmed, till exempel insyn i börsbolagens ägarförhållanden och eventuell lagfäst erbjudandeplikt i olika länder (kap. 13). Redogörelsen för options- och terminshandel i olika länder är relativt kortfattad. Här hänvisas i första hand till optionsutredningens betänkande Handel med optioner och terminer (SOU 1988:13). Tyngdpunkten i detta kapitel ligger på förändringarna efter optionsutredningens översikt från början av år 1988.

Redogörelsen för viktigare förhållanden har i möjligaste mån förts fram till mitten av september 1989. Sifferuppgifter har i allmänhet aktualiserats per årsslutet 1988.

I kap. 4 ges dels en sammanfattande överblick över vissa intressanta allmänna drag på värdepappersmarknaderna i omvärlden, dels en orientering om utvecklingstendenser av betydelse för framtiden.

3.2 Förhållandena inom olika länder och regioner

Värdepappershandelns organisation, utformningen av regelverk och tillsyn m m skiljer sig åt mellan olika länder och regioner. För att underlätta förståelsen ges för varje land inledningsvis en mycket kort sammanfattande karaktäristik av den allmänna strukturen.

För att möjliggöra jämförelser mellan de olika länderna har redogörelsen så långt som möjligt standardiserats inom ramen för fyra underavdelningar. I avsnitten om *Aktiehandel* skildras fondbörs- och liknande verksamhet beträffande aktier och i förekommande fall obligationer. Därefter beskrivs *Övrig värdepappershandel*, dvs. options- och terminshandel, med ett sammanfattande begrepp benämnd derivathandel. (Uttrycket derivat hänför sig till finansiella instrument vilkas värden härleds från underliggande värdepapper som aktier eller obligationer.) Under rubriken *Regelverk och tillsyn* redovisas huvuddragen i berörd lagstiftning och regelverk i övrigt samt något om tillsynsorgan och -verksamhet. Andra uppgifter av betydelse lämnas i avsnittet *Övrigt*, främst om system för leveranser och registrering av värdepappersinnehav.

Redogörelserna är översiktliga och inriktade på frågor som kan vara av betydelse för våra ställningstaganden för svensk del. Det innebär att detaljfrågor om handelsregler, ordningsstadgar och andra interna föreskrifter som normalt fastställs av marknadsplatserna själva inte behandlas.

I följande avsnitt beskrivs förhållandena i Danmark, Norge och Finland. Även i Island förekommer i liten utsträckning viss värdepappershandel. Denna förbigås här.

3.2.1 Danmark

Värdepappershandeln i Danmark regleras av lagstiftning från år 1986 om Köpenhamns fondsbörs samt vissa därtill hörande kungörelser. I bestämmelserna regleras fondsbörsens och börsmäklarföretagens verksamhet samt ges vissa föreskrifter för börsbolagen. Köpenhamns fondsbörs har som en av mycket få fondbörser i världen ensamrätt till börsverksamhet i sitt land vilket också omfattar optionshandel. Tillsyn över marknaderna utövas av den statliga myndigheten Finanstilsynet.

3.2.1.1 Aktiehandel

Köpenhamns fondsbörs har fungerat som marknadsplats för värdepapper sedan 1860-talet och var länge en rent privat institution vars huvudmän var Grossere-Societet (motsvarande en svensk handelskammare) och vekselererne (motsvarande svenska fondkommissionärer). Sedan år 1919 har verksamheten varit föremål för lagreglering som ändrades senast 1987.

Till skillnad från flertalet övriga fondbörser utgörs handeln med värdepapper vid Köpenhamns fondsbörs huvudsakligen av obligationshandel. Detta sammanhänger med det speciella system för bostadsfinansiering som råder i landet. Under 1988 omsattes obligationer till ett värde av 988

miljarder DKK och aktier för drygt 9 miljarder DKK. (Genom införandet av elektronisk handel i slutet av år 1987 är uppgifterna för tidigare år av begränsat intresse.) Vid halvårsskiftet 1988 noterades 2.179 obligationslån med ett marknadsvärde om 1.093 miljarder DKK och aktierna i 297 företag (varav åtta utländska) med ett marknadsvärde om ca 185 miljarder DKK.

Under många år användes ett uppropsförfarande av samma slag som vid Stockholms fondbörs. Endast en liten del av obligations- och aktiehandeln förmedlades via uppropet medan den helt övervägande delen omsattes utanför börsen direkt mellan mäklarföretagen. Med tiden ledde volymökningen på börsen också till kapacitetsproblem vid uppropet. Ett utvecklingsarbete påbörjades därför under år 1986 i syfte att successivt införa ett elektroniskt handelssystem med anlitande av teknisk utrustning från Vaerdipapircentralen (VP).

Fr o m den 4 september 1987 överfördes obligationshandeln och fr o m den 5 februari 1988 aktiehandeln till det elektroniska systemet. Uppropsförfarandet har senare helt avvecklats. Till en början skedde handeln centraliserat i fondsbörsens lokaler. Fr o m slutet av maj 1988 har terminaler placerats på de olika medlemsföretagens kontor. Handeln i fondsbörsens lokaler har därmed helt upphört och börsgolvet avfolkats. För den handel som inte sker i börsens datasystem gäller en skyldighet att efteranmäla sådana affärer, dock bara för avslut som genomförts mellan kl. 00.00 och 15.30. Det kan här också nämnas att utbyte av kursnoteringsinformation planeras mellan börserna i de nordiska länderna.

Köpenhamns fondsbörs är en självägande institution av offentligrättslig karaktär motsvarande den status som till exempel Stockholms fondbörs har. Fondsbörsen har monopol i Danmark på handel med värdepapper och information om kurser och omsättning. I handeln får endast delta börsmaeglerselskaper som har erhållit tillstånd från Finanstilsynet samt Danmarks Nationalbank. Börsstyrelsen ansvarar enligt lag för att fondsbörsen har väl utvecklade och väl fungerande system för handel och information om handeln. Handel och kursnoteringar skall ske "på en redelig og genomskuelig måde" och så att likabehandling av alla berörda kan säkerställas inom de av lagstiftningen uppställda ramarna.Det är också börsstyrelsens skyldighet att se till att emittenter och mäklare följer gällande lag och utfärdade börsetiska regler. I en särskild paragraf ges börsstyrelsen rätt att ingå avtal med andra fondbörser om informationsutväxling eller – efter godkännande av industriministern – om deltagande i utländska eller internationella börshandelssystem.

Handeln på Köpenhamns fondsbörs är ännu i mycket liten utsträckning internationaliserad trots att inga restriktioner föreligger beträffande utländska medborgares köp av danska aktier eller (fr o m 1 januari 1984) danska medborgares köp av utländska aktier. Vid halvårsskiftet 1988 noterades i Köpenhamn åtta utländska företag, varav fyra svenska, Asea, Bilspedition, Hexagon och PLM och ett norskt, Norsk Data. Endast ett fåtal danska företags aktier är föremål för notering i utlandet (f.n. såvitt känt endast Nordisk Fjer i Sverige och Novo i USA.)

3.2.1.2 Övrig värdepappershandel

En marknad för standardiserade optioner och terminer i Danmark öppnades den 22 september 1988. Till en början handlades köpoptioner och terminskontrakt med vissa bostadsobligationer som underliggande tillgångar. Senare har introducerats säljoptioner på bostadsobligationer och terminskontrakt på ett obligationsindex. Under andra halvåret 1989 avser man att påbörja handel i aktieindexterminer och -optioner samt i optioner på obligationsindex. I inledningsskedet ägde handeln rum informellt mellan de anslutna mäklarföretagen, men har fr o m den 27 januari 1989 överförts till Köpenhamnsbörsens datorsystem.

Oavsett i vilken form ett avslut har skett, skall affären inrapporteras till och clearas av en särskild organisation, Garantifonden for danske optioner og futures. Även om handeln sker vid fondsbörsen, bedömdes det som lämpligast att de nämnda funktionerna utförs av en fristående organisation.

Garantifonden har en stiftelseliknande karaktär med följande huvudmän: Danmarks Nationalbank, Danmarks Sparekasseforening, Den Danske Bankforening och Foreningen af Danske Börsmaeglerselskaber. Garantifondens stadgar har godkänts av industriministeriet och verksamheten övervakas av Finanstilsynet. I styrelsen för organisationen ingår bland andra börschefen, en representant för nationalbanken och en för var och en av de övriga stiftarna. Ordföranden utses av industriministeriet. Garantifonden tar för sina tjänster ut avgifter som syftar till kostnadstäckning.

Garantifondens syfte är flerfaldigt:

– att stå som kontraktspart (clearingorganisation) i de optioner och termins(futures)kontrakt som noteras på Köpenhamns fondsbörs

– att fastställa regler för utställandet av och handeln i de nämnda instrumenten

– att cleara och genomföra avslut

– att verka för att investerarna informeras om instrumentens speciella karaktär och de risker som är förknippade med investeringar i dessa.

Garantifonden har ett nära samarbete med fondsbörsen, där alltså en stor del av handeln sker, och med Vaerdipapircentralen (VP). Den senare organisationen (se vidare avsnitt 3.2.1.4 nedan) har aktivt deltagit i utvecklingsarbetet och tillhandahåller de datorer på vilka garantifondens system bearbetas.

Endast de börsmedlemmar som har upprättat anslutningsavtal med garantifonden har rätt att delta i handeln. Ett 40-tal av Danmarks börsmäklarföretag och banker är anslutna. Omsättningen har under senare tid uppgått till ca 1.400 kontrakt per dag med en kontraktsstorlek om 1 milj DKK.

3.2.1.3 Regelverk och tillsyn

En särskild arbetsgrupp tillsatt av industriministern avlämnade i oktober 1985 sitt förslag till ny börslagstiftning. Denna godkändes av folketinget i juni 1986 och trädde i kraft den 1 januari 1987. Lagen om Köpenhamns fondsbörs har kompletteras med en rad kungörelser av industriministern.

Det väsentliga innehållet i dessa föreskrifter kan sammanfattas på följande sätt.

I lagen bibehölls Köpenhamns fondsbörs' monopol på offentlig handel med vissa angivna värdepapper. Med industriministerns tillstånd kan även andra värdepapper än de i lagen nämnda tas upp till notering. Så har senare skett med optioner och terminskontrakt.

Möjligheter skapades för fondsbörsen att organisera elektronisk, decentraliserad handel. Det ålderdomliga monopolet för s k fondsbörsvekselerer avskaffades. I stället gavs möjlighet för auktoriserade börsmaeglerselskap i aktiebolagsform att delta i handeln. Tillsynsreglerna förändrades och emittenternas upplysningsskyldighet utvidgades. Slutligen infördes vissa regler om insiderhandel.

I industriministeriets kungörelse ges bestämmelser om bland annat verksamheten vid fondsbörsen, kapitaltäckning hos börsmaeglerselskap, villkor för börsnotering av värdepapper, prospektkrav,

Som nämnts ovan ansvarar börsstyrelsen enligt lag för verksamheten vid fondsbörsen. Börsstyrelsen skall själv fastställa närmare bestämmelser om emittenternas upplysningsskyldighet, börsetiska regler och reglementen för börshandeln. Så har också skett.

I sin nuvarande utformning från år 1987 innehåller fondsbörsens börsetiska regelsamling vissa föreskrifter om bland annat information, marknadsföring och handel i samband med värdepapper, samt förfarandet vid övertagande av kontrollerande aktieposter. Reglerna bygger till stor del på EG:s rekommendation från 1979 om en uppförandekod rörande värdepapperstransaktioner (se vidare kap. 13).

Fondsbörsen har inga egna sanktionsbefogenheter men är skyldig att meddela tillsynsmyndigheten, om den upptäcker att någon har överträtt föreskrifterna i lagen, kungörelserna eller de börsetiska reglerna. Tillsynsmyndigheten kan även på eget initiativ vidta åtgärder. Förfarandet är följande. I första hand skall börsstyrelsen försöka uppnå rättelse genom förhandlingar. Om detta inte leder till önskvärd åtgärd, kan saken överlämnas till tillsynsmyndigheten för nya förhandlingar. Blir även dessa resultatlösa, kan myndigheten utfärda ett vitesföreläggande. En annan möjlighet är att offentliggöra saken för att orientera allmänheten, att tillfälligt avföra värdepapperet från notering eller avregistrera det.

Tillsyn över värdepappersmarknaden, fondsbörsen, Garantifonden, maeglerselskapen, VP m fl utövas av Finanstilsynet.

I Danmark finns ingen särskild lagstiftning rörande handeln med optioner och terminer. Däremot har det allmänna en omfattande kontroll över denna handel, direkt genom godkännande av garantifondens stadgar, genom tillsyn över verksamheten och genom att utse vissa ledamöter i dess styrelse, och indirekt genom sitt inflytande över fondsbörsen och VP.

3.2.1.4 Övrigt

Enligt en ny lagstiftning år 1980 (med vissa kompletterande kungörelser) inrättades Vaerdipapircentralen (VP) för att svara för databehandling av danska värdepapper i ett kontobaserat, papperslöst system. Fr o m 1984 omfattas alla danska obligationer och fr o m våren 1988 även alla börsnoterade aktier. Inom VP handhas också utväxling av likvider vid omsättning av värdepapper. Ca 300 företag är anslutna till systemet, främst banker och andra kreditinstitut, börsmaeglerselskap, emittenter och vissa större placerare.

VP handhar också datadriften för dels Köpenhamns fondsbörs handelssystem, dels Garantifonden. Tillsyn över verksamheten utövas som nämnts av Finanstilsynet.

3.2.2 Finland

Värdepappershandeln i Finland regleras av lagstiftning från 1989 om värdepappersmarknaden. Bestämmelserna omfattar fondbörsens och börsmäklarföretagens verksamhet samt vissa föreskrifter för börsbolagen. En stor del av de konkreta reglerna för värdepappershandeln utfärdas av Helsingfors fondbörs. Tillsyn över marknaderna utövas av den statliga bankinspektionen.

3.2.2.1 Aktiehandel

Aktie- och obligationshandel sker i Finland huvudsakligen på Helsingfors fondbörs. Viss omsättning äger också rum på de s k mäklarlistan och OTC-listan genom mäklarna i fondbörsens utrymmen. Planer har funnits på lokal aktiehandel i mindre skala i Åbo efter flera decenniers uppehåll, men dessa har, åtminstone tills vidare, lagts på is efter ikraftträdandet av 1989 års värdepappersmarknadslag. Enligt den nya lagen får nämligen ett och samma papper bara noteras vid en enda börs eller motsvarande. Planerna för aktiehandel i Åbo avsåg notering av aktier från Helsingforsbörsen.

Helsingfors fondbörs grundades 1912 och drivs sedan 1984 i form av ett andelslag (motsvarande en svensk ekonomisk förening). Till skillnad från de övriga nordiska fondbörserna som är av speciell karaktär med starka offentligrättsliga drag är alltså Helsingfors fondbörs en rent privaträttslig juridisk person.

Den finska värdepappersmarknaden har liksom den i flertalet andra jämförbara länder genomgått en mycket stark expansion under 1980-talet. Under den första halvan av decenniet gällde uppsvinget huvudsakligen obligationer och andra räntebärande värdepapper medan åren därefter har inneburit en stark ökning för aktiehandeln. Fr o m år 1986 passerade aktieomsättningen obligationshandeln i volym.

Under år 1988 omsattes på Helsingfors fondbörs obligationer och andra räntebärande värdepapper till ett värde av ca 5,7 miljarder mark medan aktier och teckningsrätter till ett värde av ca 31,7 miljarder mark bytte ägare. Vid slutet av året var aktier noterade i 69 bolag med ett marknads-

värde på ca 127 miljarder mark och 589 obligationsserier m m till ett nominellt värde av ca 60 miljarder mark.

På mäklarlistan noterades en handfull bolag vari aktier under 1988 omsattes till ett värde av 1.078 milj mark. OTC-listan utökades under året med 31 nya bolag till 47 vid årets slut. Omsättningen uppgick under 1988 till 864 milj mark.

Under många år har på Helsingforsbörsen använts ett uppropsförfarande av samma slag som vid Stockholms fondbörs och övriga fondbörser i Norden (f.ö. med begagnande av samma elektromekaniska markeringstavla som Stockholmsbörsen utnyttjade från 1918 till 1978). En stor men okänd del av obligations- och aktiehandeln har förmedlats utanför börsen direkt mellan mäklarföretagen.

En successiv övergång till elektronisk handel och informationsspridning pågår med hjälp av det s k HETI-systemet. Under slutet av år 1987 påbörjades provdrift av ett system för obligationer. I februari 1989 togs det första steget för aktiehandeln genom att fem bolags aktier överfördes från uppropet till bildskärmar. Numera har praktiskt taget all aktiehandel övergått till det nya systemet. På längre sikt skall all värdepappershandel kunna genomföras decentraliserat från mäklarfirmornas kontor. Ett utbyte av kursnoteringsinformation utan tidsfördröjning planeras mellan börserna i de nordiska länderna.

Ledningen för Helsingfors fondbörs utövas av ett förvaltningsråd och en styrelse vilkas ledamöter utses av börsbolagen och förmedlarna. Till fondbörsen har också knutits en rådgivande etisk nämnd. Denna omfattar medlemmar som företräder börsbolagen, förmedlarna, Centralhandelskammaren, Aktiespararnas Centralförbund, revisorernas yrkessammanslutning samt som ordförande en av Finlands Advokatförbund utsedd person. Som tidigare nämnts är fondbörsen en privat sammanslutning, sedan år 1984 driven i andelslagsform vilket motsvarar en svensk ekonomisk förening, efter att tidigare ha haft en något oklar rättslig status.

Reglerna för antagande och uteslutande av medlem av börsen återfinns i andelslagets stadgar. I börsens reglemente, ordningsregler och avtal med medlemmarna anges bland annat regler för mäklarnas rätt att fungera som mäklare och vissa börsetiska föreskrifter. Enligt 1989 års nya värdepappersmarknadslag (se vidare nedan) får fondbörsen som börsförmedlare godkänna en värdepappersförmedlare (motsvarande svensk fondkommissionär) som uppfyller de krav på yrkesskicklighet och solvens m.m. som föreskrivs i fondbörsens reglemente.

Beträffande de noterade aktiebolagen innehåller börsens reglemente bestämmelser om förutsättningar för upptagande och avförande från listan samt börsetiska föreskrifter om bland annat informationsskyldighet till marknaden, insiderhandel och offentliga uppköpserbjudanden. I avtal mellan börsen och bolaget förbinder sig bolaget att iaktta de regler som gäller.

Enligt fondbörsens reglemente har börsens styrelse möjlighet att tilldela den som överträtt börsens etiska bestämmelser en anmärkning, avbryta noteringen av värdepapper för en viss tid, helt avföra värdepapperet, frånta

förmedlare eller mäklare deras rättigheter för en viss tid, återkalla en förmedlares eller mäklares rättigheter, ålägga avtalsvite eller utesluta medlemmen ur andelslaget. Ett sådant beslut i börsstyrelsen kan överklagas till fondbörsens förvaltningsråd.

Handeln på Helsingfors fondbörs är ännu relativt lite berörd av internationella placerare. Fr o m första halvåret 1987 kan regeringen ge tillstånd för enskilda bolag att höja den övre gränsen från 20 till 40 procent av aktiekapitalet för den andel fria aktier som kan innehas av utlänningar utan att bolaget underkastas de bestämmelser som gäller för utlandsägda bolag. Vissa restriktioner föreligger dock fortfarande beträffande utländska medborgares köp av finska aktier resp. finska medborgares köp av utländska aktier.

Internationaliseringen har huvudsakligen yttrat sig i aktieemissioner och noteringar för finska företag i utlandet vilket förekommer i relativt sett något större utsträckning än för övriga nordiska länders företag. Vid utgången av år 1988 noterades ett 15-tal finska företag på andra marknader, bland andra verkstadsföretagen Kone, Nokia och Wärtsilä i Stockholm, konglomeratet Amer, Nokia, verkstadsföretaget Rauma-Repola, skogsföretaget United Paper Mills och Wärtsilä i London samt Amer, verkstadsföretaget Instrumentarium och Nokia i New York (NASDAQ). Vid Helsingfors fondbörs noteras dock endast fyra utländska företag, alla svenska, nämligen AGA, Asea, Proventus och Volvo.

3.2.2.2 Övrig värdepappershandel

Optionshandel har i Finland förekommit sedan november månad 1987. Då påbörjades i mindre skala handel i vissa aktieoptioner i regi av AB Finlands Optionsbörs bakom vilket står några privatpersoner och ett svenskt företag närstående det svenska fondkommissionsbolaget Merchant. AB Finlands Optionsbörs har genomfört en aktieemission till allmänheten och noteras sedan augusti 1988 på den finska OTC-listan.

En annan privatägd optionsbörs, AB Finlands Optionsmäklare (Suomen Optiomeklarit OY – SOM), påbörjade handel i optioner och terminer på ett finskt aktieindex i maj 1988 och under hösten samma år i optioner på vissa finska aktier. Företaget har under våren 1989 erhållit koncession för sin verksamhet. Delägare i SOM är de fem största finska bankerna, tre större finska försäkringsbolag, några finska mäklarfirmor samt svenska OM (10,8 procent). Handeln följer i mångt och mycket uppläggningen vid OM i Sverige. En framtida aktiespridning för SOM genom marknadsintroduktion är förutsedd i avtal mellan aktieägarna.

3.2.2.3 Regelverk och tillsyn

Fram till år 1986 saknade Finland i princip lagstiftning om värdepappershandeln trots att organiserad aktiehandel har förekommit i landet sedan 1860-talet och inom ramen för Helsingfors fondbörs sedan 1912 då guvernören i Nylands län godkände stadgar för fondbörsen. Fr o m år 1986 har ett

omfattande reformarbete genomförts.

Redan år 1984 tog fondbörsen själv initiativ till en modernisering av sina egna regler och arbetsformer. Ett nytt reglemente och en ny ordningsstadga trädde i kraft under år 1986.

I november 1986 tillsatte den finska regeringen en kommitté, den s k värdepappershandelskommittén, med uppgift att utreda behovet av en reglering av förhållandena på värdepappersmarknaden. Kommittén lämnade sitt första betänkande i oktober 1987 med förslag till till värdepappersmarknadslag. Efter ett remissförfarande överlämnade regeringen en proposition till riksdagen i oktober 1988 vilken antogs i mars 1989 och trädde i kraft den 1 augusti 1989. Den nya lagen innehåller i sammandrag följande. (En redogörelse för lagens bestämmelser om s k flaggningsskyldighet, erbjudandeplikt m m återfinns i kap. 13.)

Fondbörsverksamhet får inte bedrivas utan koncession av finansministeriet. De nu befintliga börserna skall inom sex månader från lagens ikraftträdande ansöka om koncession och fastställande av sitt reglemente. En översyn av börsens reglemente och stadga pågår.

Vid en fondbörs stämma får ingen rösta med mer än en tjugondedel av det röstetal som är företrätt vid stämman. Föreskrifter ges om informationsskyldighet vid emission av värdepapper och om omständigheter som kan påverka värdet av ett börsbolags aktier. Regler har införts om värdepappersförmedlares verksamhet. Vidare ges föreskrifter mot missbruk av förtrolig företagsinformation (se vidare kap. 12). Tillsyn över värdepappersmarknaden skall utövas av bankinspektionen som har rätt att av tillsynsobjekten få de upplysningar som tillsynen förutsätter. Marknadsdomstolen kan efter ansökan av bankinspektionen meddela förbud för den som i näringsverksamhet marknadsför eller förvärvar värdepapper att upprepa vissa olämpliga förfaranden. Om bankinspektionen beslutar att ett sådant ärende inte skall föras till marknadsdomstolen, kan en "förening som bevakar placerarnas intressen" (dvs. i praktiken i första hand Aktiespararnas Centralförbund) anhängiggöra saken vid marknadsdomstolen.

Handeln i Finland med standardiserade optioner och terminer regleras i en särskild lag som trädde i kraft den 1 november 1988. Det är enligt lagen förbjudet att till allmänheten som investeringsobjekt utbjuda andra optioner och terminer än sådana som ett s k optionsföretag (marknadsplats eller clearingorganisation) har standardiserat. Optionsföretagens verksamhet skall vara beroende av tillstånd och – liksom förmedlare och marknadsgaranter – stå under bankinspektionens tillsyn. Den fondbörs som vill bedriva optionsbörsverksamhet måste alltså få koncession enligt båda de nämnda lagarna.

Värdepappershandelskommittén fortsatte sitt arbete med vissa ytterligare frågor om placerarskydd, självreglering m m som den redovisade i sitt slutbetänkande i slutet av september 1989. Betänkandet har tillställts oss i form av en sammanfattning och har inte kunnat beaktas på detta sena stadium av vårt arbete. Här redogörs kortfattat för de förslag som är av direkt intresse för svensk del.

Den finska kommittén föreslår bland annat att skyldigheten att iaktta god sed på värdepappersmarknaden betonas i lagstiftningen. Lagstiftningen bör kompletteras med stadganden om avtalsvillkor vid värdepappersförmedling och om förmedlarens skyldighet att bokföra sina åtgärder. Det anses inte finnas tillräckliga grunder för att stadga att placeringsrådgivning och portföljförvaltning skall vara beroende av tillstånd. Däremot bör självständiga företag med sådan verksamhet åläggas att anmäla sin verksamhet till bankinspektionen och att teckna ansvarsförsäkring.

En föreskrift om kriminalisering av vilseledande uppgifter som har inverkan på värdepappers pris föreslås. Kommittén anser dock inte att det är möjligt att kriminalisera köp- och säljanbud på marknaden på grund av att deras syfte eventuellt är att manipulera kurserna, om värdepappersförmedlaren inte medvetet är delaktig i arrangemanget. Staten bör utse ett särskilt organ, en värdepappersmarknadsnämnd, för att ge rekommendationer om vissa förfaranden. Nämnden skall också, om parterna så önskar, kunna vara verksam som skiljedomstol.

3.2.2.4 Övrigt

I Finland avser regeringen att under år 1989 avlämna en proposition om införande av ett papperslöst kontobaserat system för registrering av aktier och räntebärande värdepapper. Enligt det förslag som nu föreligger skall systemet bland annat omfatta samtliga finska börsbolag. Enligt föreliggande planer skall ett diversifierat system upprättas med flera registerförande institutioner och utan statlig medverkan.

3.2.3 Norge

En ny norsk börslag (lov om verdipapirbörs eller börsloven) antogs av det norska stortinget i juni 1988 efter ett mångårigt utredningsarbete. Därmed infördes bland annat de bestämmelser om börsverksamhet som anges i nästa avsnitt. Samtidigt beslutades om vissa ändringar i 1985 års lag om värdepappershandel. I denna lag regleras bland annat fondmäklarföretagens uppgifter.

3.2.3.1 Aktiehandel

Börshandel har i Oslo förekommit sedan början av artonhundratalet och en börslag infördes redan 1818. Senare inrättades fondbörser även i andra städer. F.n. förekommer värdepappersaffärer vid tre börser belägna i Bergen, Trondheim och Oslo. Den sistnämnda börsen är helt dominerande.

Oslo börs uppnådde under år 1987 en rekordstor aktieomsättning med 60 miljarder norska kronor. Obligationer för 130 miljarder kr och s k certifikat (kortfristiga räntebärande värdepapper) för ca 48 miljarder kr bytte ägare under samma år. Vid slutet av år 1987 noterades på Oslo börs aktier i 139 norska företag med ett sammanlagt marknadsvärde på ca 74 miljarder kr samt ca 870 obligationslån och certifikat. Även om omsättningstalen för

obligationer och certifikat vid ett ytligt betraktande förefaller mycket stora, kan Oslo börs betecknas som huvudsakligen en aktiebörs. Till skillnad från till exempel i Sverige registreras dock huvuddelen av den norska penningmarknadshandeln på börsen.

Handeln på den norska aktiemarknaden är i relativt hög grad internationaliserad. Under år 1987 beräknas utländska placerare ha svarat för drygt en fjärdedel av handeln på Oslo Börs. Däremot förekommer relativt få börsnoteringar över gränserna. Vid Oslo börs noterades vid slutet av 1987 endast sju utländska företag, varav sex svenska, nämligen Bilspedition, Electrolux, Ellos, Ericsson, SCA och Volvo och ett engelskt, ICI. Av de norska börsföretagen är endast tre föremål för notering utomlands, rederiet Bergesen i London och New York (NASDAQ), Norsk Data på börserna i Köpenhamn, London, Stockholm och Förbundsrepubliken Tyskland samt i New York (NASDAQ) och slutligen Norsk Hydro på börserna i Amsterdam, Frankfurt, London, Paris, Stockholm m fl platser i Västeuropa samt – som enda nordiska företag – på New York Stock Exchange.

Liksom övriga nordiska länder använde Oslo börs under många år ett uppropsförfarande av samma slag som vid Stockholms fondbörs. Fr o m mars 1988 har börsen tagit i drift ett elektroniskt system för kontinuerlig handel. Till skillnad från de system som införs i de andra nordiska länderna och på andra håll i världen medges inte decentraliserad handel i det norska systemet. Syftet är att handeln även fortsättningsvis skall ske i börsens lokaler. Som det första steget i det utbyte av kursnoteringsinformation utan tidsfördröjning som planeras mellan börserna i de nordiska länderna påbörjades en sådan utväxling under 1989 mellan Oslo börs och Stockholms fondbörs.

Oslo börs är en självägande institution av offentligrättslig karaktär motsvarande den status som till exempel Stockholms fondbörs har. I börslagstiftningen ges vissa generella föreskrifter om börsverksamhet, som i allt väsentligt tar sikte på Oslo börs. Ledningen över börsen utövas fr o m den nya börslagens ikraftträdande i december 1988 av två organ, ett börsråd och en börsstyrelse.

Börsrådets 20 – 25 (f.n. 21) ledamöter utnämns av regeringen och skall ha representanter för olika offentliga institutioner och privata organisationer med intresse för börsens verksamhet. Rådets uppgifter är bland annat att välja börsstyrelse och utöva tillsyn över dennas förvaltning av börsen, fastställa årsbudget och räkenskaper och välja revisor för börsen. Börsstyrelsen skall ha fem till sju ledamöter (f.n. sju). Den ansvarar för förvaltningen av börsens verksamhet, avgör frågor om börsmedlemskap, inregistrering och avregistrering av värdepapper, sanktioner m m och skall också tillse att kursnoteringarna sker i överensstämmelse med lag, god mäklarsed och god affärssed i övrigt.

För börsverksamheten skall finnas särskilda föreskrifter som fastställes av regeringen. Börsrådet har rätt att yttra sig över ändringar i föreskrifterna. I föreskrifterna regleras bland annat emittenternas informationsskyldigheter till marknaden.

Fondmäklarföretag med vederbörligt tillstånd kan bli medlem av börsen. Dessutom är Norges Bank medlem för handel i stats- eller statsgaranterade obligationer m m.

Börsstyrelsen kan utfärda varning eller besluta om suspension eller uteslutning av börsmedlem eller enskild mäklare som inte följer uppställda regler. Den kan också besluta om att ett värdepapper skall strykas från notering om det inte längre uppfyller villkoren för registrering eller andra särskilda skäl föreligger. En ytterligare sanktion är utdömande av vite på upp till 10 gånger värdepapperets årsavgift till börsen. Också börsmedlemmar och mäklare kan åläggas ett liknande vite.

Oslo börs samarbetar intimt med tillsynsmyndigheten, verdipapirsentralen (VPS) och andra institutioner i övervakningen av marknaden. Genom rapportering från VPS har börsen fått utvidgade möjligheter att kontrollera efterlevnaden av den i Norge lagstadgade flaggningsplikten, dvs skyldigheten att offentliggöra större ägarförändringar. Börsen rapporterar rutinmässigt brott mot denna skyldighet till polisen.

3.2.3.2 Övrig värdepappershandel

Som enda fondbörs i Norden noterar Oslo börs också kurser på (december 1987) 18 främmande valutor.

Förberedelser har gjorts för bedrivande av options- och terminshandel i Norge genom det privatägda bolaget Norsk Opsjonsmarked A/S (NOM). F.n. är följande parter aktieägare i NOM: svenska OM 32 procent, Christiania Bank 17 procent samt i övrigt ett antal norska banker, försäkringsbolag och mäklarfirmor. Avsikten var till en början att driva handel i vissa aktieoptioner med NOM som marknadsplats och clearingcentral men med kursnoteringar via Oslobörsen. I juni 1989 presenterades planer på en annan uppläggning av optionshandeln i samarbete mellan NOM och Bergen Börs. Därvid avsågs Bergen Börs organisera handeln medan NOM skulle fungera som clearingcentral. I september 1989 har meddelats att en överenskommelse träffats mellan NOM och Oslobörsen. De närmare detaljerna om detta var inte kända då vi avslutade vårt arbete.

Ett förslag till lagstiftning som skulle göra handeln möjlig har diskuterats sedan mitten av år 1987 och behandlats under lång tid i stortingets finanskommitté. Kompletterande föreskrifter är under utarbetande inom det norska finansdepartementet. En ansökan om koncession för NOM är föremål för prövning.

3.2.3.3 Regelverk och tillsyn

Den norska regeringen tillsatte år 1980 en utredning (börslovutvalget) med uppgift att se över börslagstiftningen. Utredningen avlämnade sitt betänkande i oktober 1985. Efter remissbehandling och departementetsberedning tillställdes stortinget en proposition i maj 1987. Lagförslaget godkändes i juni 1988 och den nya lagen trädde i kraft i december 1988.

Börsverksamhet kan i Norge endast drivas med regeringens tillstånd.

Med börs förstås en självägande institution som organiserar regelbundna och offentliga kursnoteringar vid omsättning av aktier, obligationer och andra värdepapper. Börslagen är en ramlag som ger vissa allmänna föreskrifter för börsverksamhet (se avsnitt 3.2.3.1 ovan). Undantag från vissa av lagens krav kan dock göras för mindre börser som noterar regionala värdepapper. Det i börslovutvalgets betänkande framförda förslaget om börsmonopol för Oslo börs ogillades alltså av regeringen.

Besvär kan i Norge anföras mot beslut av börsstyrelsen om till exempel upptagande av ett värdepapper till notering, strykning från kurslistan och åtgärder riktade mot börsmedlem eller anställd hos börsmedlem. Sådana besvär har hittills kunnat riktas till finansdepartementet. I den nya börslagen ges regeringen möjlighet att inrätta en klagonämnd med juridisk kompetens för att avgöra besvär mot beslut som fattats av börsråd eller börsstyrelse. En proposition med förslag om inrättande av en klagonämnd framlades inför stortinget i mars 1989. Nämnden avses vara ett oberoende domstolsliknande organ med tre ledamöter, varav en ordförande med hög domarkompetens och i övrigt ledamöter med erfarenheter från värdepappersmarknaden.

I börslagen stadgas också att regeringen kan bestämma att det på börsen skall kunna ske notering av kurser på värdepapper som skall levereras och avräknas vid en senare tidpunkt, alltså optioner och terminer. Förslag om optionshandel i Norge har varit under utarbetande sedan en längre tid men har som tidigare nämnts ännu inte slutbehandlats i stortinget. Tills sådana regler har genomförts är norska fondhandlare i princip förbjudna att delta i optionshandel. Detta har dock inte hindrat att optionshandel av mindre omfattning förekommer i privat regi.

Under år 1988 beslutades också om vissa ändringar i 1985 års lag om värdepappershandel och kredittillsynslagen. I dessa lagar ges vissa allmänna bestämmelser om emissioner och handel med värdepapper, om mäklarverksamhet och om tillsyn. Tillsyn över värdepappersmarknaden liksom över banker, finansbolag och försäkringsbolag utövas av den statliga myndigheten Kredittilsynet som i sin nuvarande form etablerades i mars 1986. En ytterligare ändring i lagen om värdepappershandel som behandlar formerna för handel med optioner och terminer beslutades av stortinget under försommaren 1989.

3.2.3.4 Övrigt

Efter mönster från Danmark inrättades i Norge år 1986 en Verdipapirsentral (VPS) för kontobaserad, papperslös registrering av vissa värdepapper. VPS karakteriseras som en självägande institution och har ensamrätt inom sitt område.Efter en lagändring år 1987 är VPC-anslutning obligatorisk för börsnoterade aktier och obligationslån. Kredittilsynet har numera en direkt terminalförbindelse till VPS:s databas som ett led i sitt tillsynsarbete. Även mellan börsen och VPS förekommer som tidigare nämnts ett informationsutbyte.

3.2.4 Frankrike

3.2.4.1 Aktiehandel

Aktiebörser finns i Frankrike i en rad städer, förutom Paris även i Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy och Nantes. Enligt gällande bestämmelser får varje aktie- och obligationsslag bara noteras på ett ställe. Här begränsar vi oss till en kort redogörelse för den helt dominerande Parisbörsen.

I likhet med fondbörserna på många andra håll har Parisbörsen utvecklats mycket starkt under senare år. Ett mer specifikt franskt inslag har varit de för aktiemarknaden mycket stora privatiseringarna av ett dussin tidigare statsägda koncerner under åren 1986–88. En särskild lista för mindre och medelstora företag etablerades år 1983, den s k second marché. Dessutom finns en OTC-lista ("marché hors-cote").

Aktiemarknaden i Frankrike har internationaliserats starkt under 1980-talet. Vid slutet av 1988 noterades i Paris på de olika listorna aktier i ca 860 företag, varav 220 utländska.

Handeln på Parisbörsen sker numera kontinuerligt under dagen inom ett elektroniskt system (CAC) som baseras på den kanadensiska Torontobörsens CATS-system. Därmed har handeln till stor del överflyttats från börsgolvet till mäklarfirmornas kontor.

Aktiebörsernas verksamhet leds av två organ. Conseil des Bourses de Valeur (CBV) utfärdar regler för de franska aktiebörserna. Ledamöterna i detta börsråd utses av mäklarfirmorna och de börsnoterade företagen. I rådet ingår också en statlig representant som bland annat har viss rätt att begära omprövning av beslut som har fattats av börsrådet. Under börsrådet finns Societé des Bourses Françaises (SBF) som är börsernas verkställande organ.

Sedan början av 1800-talet har tillträde till börsen endast medgivits fysiska personer, s k Agents de Change. Fr o m början av 1988 har dessa ombildats till mäklarfirmor, s k societé de bourses, och en successiv ökning tillåts av externt ägande i dessa mäklarfirmor. Detta har bland annat inneburit att franska och utländska banker och andra finansiella institutioner kan engagera sig i börshandeln i Frankrike.

Ett successivt samgående mellan de sju franska aktiebörserna diskuteras. Med början för Lyons-börsen, den största av marknadsplatserna utanför Paris, kommer de regionala börserna successivt att anslutas till Parisbörsens elektroniska system CAC. Fr o m 1991 skall enligt planerna även de olika börslistorna samordnas.

3.2.4.2 Övrig värdepappershandel

I Frankrike finns tre marknadsplatser för derivatinstrument, MATIF, MONEP och OM France.

MATIF (Marché à Terme d'Instruments Financiers) startade sin verksamhet i februari 1986 och är ett aktiebolag som till 100 procent ägs av clearing-

företaget CCFIP (Chambre de Compensation des Instruments Financiers de Paris). CCFIP i sin tur ägs av såväl mäklarföretag och banker som av utomstående företag som försäkringsbolag m fl. Vid MATIF handlas företrädesvis i terminer på franska statsobligationer. Enligt uppgift är MATIF numera världens tredje största derivatmarknad efter Chicago och Tokyo.

MONEP (Marché des Options Négociables) är en del av Parisbörsen och bedriver handel i aktieoptioner sedan september 1987, numera också i aktieindexoptioner. Clearing av dessa instrument sker vid ett dotterbolag till MONEP (Societé de Compensation des Marchés Conditionels – SCMC) med mäklarorganisationen Societé des Bourses Françaises som finansiell garant.

OM France (OMF) startade sin verksamhet under sommaren 1988 med svenska OM som initiativtagare. Handeln gäller ännu så länge optioner och terminer avseende ett franskt aktieindex. Till en början var verksamheten helt inriktad på egenhandel för anslutna banker och mäklarfirmor, men sedan OMF i oktober 1988 har erhållit auktorisation av den franska tillsynsmyndigheten kan även placerare av olika slag handla i OMF:s instrument. OMF är ett aktiebolag som ägs av bland andra (via mellanliggande bolag) svenska OM, några franska banker och vissa andra franska företag. En framtida aktiespridning genom marknadsintroduktion är förutsedd genom avtal mellan de nuvarande delägarna.

I april 1989 offentliggjordes ett samarbetsavtal mellan OMF och MATIF enligt vilket handel kommer att påbörjas i terminer på franska statsskuldväxlar. Handel och clearing skall ske på OMF medan MATIF svarar för vissa garanti- och säkerhetsfunktioner.

3.2.4.3 Regelverk och tillsyn

Regelverket kring värdepappersmarknaden i Frankrike har genomgått stora förändringar under de senaste åren. I juli 1985 infördes ny lagstiftning som möjliggjorde terminshandel på MATIF. En genomgripande reform beslutades av den franska nationalförsamlingen i början av 1988 och träder i kraft successivt. Reformen berör dels de ovan nämnda reglerna för mäklarföretag, tillträde till börsen och börsens ledning, dels organisationen av tillsynen.

Tillsynen över marknaden är numera uppdelad på flera organ på olika nivåer. Finansministern lämnar och återkallar tillstånd för marknadsplatser att utöva handel. Han är också ytterst ansvarig för medgivande att bedriva allmän handel i varje enskilt värdepapper och fullgör detta genom att bland annat stadfästa regler utfärdade av de ansvariga organen för aktie- resp. options- och terminsmarknaderna.

Aktiebörsernas styrelse, CBV, utfärdar regler för börsverksamheten, bland annat för in- och avregistrering av värdepapper. Conseil du marché à terme (CMT) är den ansvariga styrelsen för terminsmarknaden MATIF och beslutar bland annat om upptagande av olika instrument för handel.

Två olika statliga tillsynsmyndigheter har överinseende över marknaden.

Commission des opérations de bourse (COB) kan sägas utgöra börsinspektion med övervakning av marknaderna. Commission bancaire övervakar företag där finansiella risker kan vara aktuella, dvs clearingorganisationen CCFIP, börsernas garantifond och de mäklarföretag som har utlåning till allmänheten.

Ett särskilt organ beslutar om inregistrering av värdepapper, godkänner offentliga uppköpserbjudanden m m. Denna s k övervakningskommitté (Comité de surveillance des offres publiques en bourse) har som ordförande chefen för tillsynsmyndigheten COB och som ledamöter bland andra representanter för finansministeriet och börsstyrelsen CBV.

3.2.4.4 Övrigt

Under 1984 infördes i Frankrike ett kontobaserat system för värdepappershantering, det s k Sicovam-systemet.

3.2.5 Storbritannien

Londonbörsen är den största värdepappersmarknaden i Europa och den tredje största i världen. Handeln är numera delvis datoriserad och den centrala fysiska marknadsplatsen har i praktiken övergivits. Regelsystemet har under de senaste åren omdanats på ett sätt och i en omfattning som saknar motstycke i världen. Förändringarna har huvudsakligen haft två syften: dels att försöka återge London en ledande roll i världens värdepappershandel genom modernisering av handeln och sänkta transaktionskostnader, dels att skapa bättre skydd för investerarna. I det förstnämnda avseendet har förändringarna varit ett motdrag mot de reformer som infördes på de amerikanska börserna under 1970-talet.

3.2.5.1 Aktiehandel

De organisatoriska formerna för aktiehandeln i Storbritannien förändrades radikalt under år 1986. Genom den s k Big Bang i oktober 1986 tilläts upp till 100 procent externt ägande i medlemsföretagen, fasta courtage (mäklarprovisioner) avskaffades och handeln datoriserades. I november samma år sammanslogs Londonbörsen och en självreglerande sammanslutning av utländska mäklarfirmor verksamma utanför börsen (International Securities Regulatory Organisation – ISRO) till the International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland – i fortsättningen här kallad Londonbörsen.

Samtidigt inrättades – som en följd av the Financial Services Act – The Securities Association (TSA) som meddelar tillstånd för banker och mäklarfirmor att delta i börshandeln samt utfärdar och övervakar regler för dessa. Londonbörsen och The Securities Association är nära förbundna med varandra och utnyttjar i det dagliga arbetet börsens kansli.

Genom "Big Bang" ökade antalet medlemsföretag och transaktionsvolymerna kraftigt på Londonbörsen. Till börsens uppsving har också bi-

dragit dels en stigande handel i utländska värdepapper, dels de omfattande privatiseringarna av ett dussin tidigare statsägda brittiska koncerner.

Införandet av ett datoriserat informationssystem under hösten 1986 ledde till att mäklarna kort därefter lämnade börsgolvet. Numera sker handeln genom telefonkontakter på grundval av de uppgifter som lämnas i informationssystemet. Därmed blev Londonbörsen den första större marknadsplats i världen som övergav den traditionella formen för börshandel på ett sätt som delvis har blivit normgivande för andra marknadsplatser. Sedermera har fr o m februari 1989 införts ett automatiskt avslutssystem, kallat SAEF, för handeln i mindre poster (upp till 1.000 aktier) i vissa av de noterade aktierna.

Vissa handelsregler av intresse har nyligen ändrats på Londonbörsen. Genom "Big Bang" förbättrades genomlysningen kraftigt fr o m oktober 1986. Bland annat infördes krav på rapportering av samtliga avslut inom fem minuter. Dessa krav sänktes i mitten av februari 1989 på begäran av de större inhemska mäklarfirmorna så att större avslut (över motsvarande drygt 1 milj kr) numera inte behöver anmälas till börsen förrän nästa morgon. Förändringen betecknas som tillfällig och har rönt kritik från bland andra ordföranden för tillsynsorganet SIB och företrädare för större utländska firmor verksamma i London.

En särskild lista för något mindre företags aktier, Unlisted Securities Market, inrättades år 1980. Under 1988 noterades över 400 företag på denna lista. Detta år skapades också den s k Third Market som är avsedd för företag som är ytterligare något mindre och har en relativt kort tids verksamhet att uppvisa. Här noterades i slutet av 1988 drygt 50 företag.

På Londonbörsens officiella lista noterades under år 1988 ca 1.800 inhemska och knappt 600 utländska företags aktier. Ytterligare ett antal utländska aktier handlas informellt i London med utnyttjande av Londonbörsens datasystem SEAQ International och telefonkontakter mellan mäklarna.

Som kort nämndes i avsnitt 2.7.3 ovan har en ny typ av utländsk aktiehandel i London av betydelse för den svenska marknaden introducerats i augusti 1989 i och med igångsättandet av den datoriserade marknadsplatsen Nordex i London. Verksamheten bedrivs av Transvik Ltd som har de svenska företagen Kinnevik och Invik som största ägare.

Denna datoriserade handel tar sikte på de i utlandet mest omsatta nordiska aktierna, till en början ett tjugotal svenska och ungefär lika många sammanlagt från de övriga nordiska länderna. Enligt vad vi har inhämtat från företrädare för Transvik avses systemet konkurrera med dels Londonbörsens motsvarande handel, dels med den informella telefonhandeln i dessa papper utanför börsen. Information om avslutskurser och -volymer avses spridas via massmedia och elektroniska informationssystem.

Nordex har erhållit auktorisation av tillsynsmyndigheten Securities and Investment Board (SIB), dock ej som marknadsplats utan som s k service company. Enligt uppgift ingår i de villkor som SIB har uppställt att anslutning till systemet bara får beviljas företag som står under tillsyn i Storbritannien eller i andra länder med godtagbara förhållanden. Det kan dock

noteras att Nordex har möjlighet och även avsikt att på sikt ansluta också slutkunder i form av större placerare. I inledningsskedet riktar man sig dock huvudsakligen till mäklarföretag i Storbritannien.

3.2.5.2 Övrig värdepappershandel

I Storbritannien finns två marknadsplatser för finansiella derivatinstrument, Londonbörsens särskilda avdelning LTOM (London Traded Options Market) och den fristående LIFFE (London International Financial Futures Exchange).

LTOM öppnades år 1978 och bedriver handel i optioner på brittiska och utländska aktier, brittiska aktieindex, vissa brittiska statsobligationer och vissa valutor. Handeln clearas i ett av Londonbörsen helägt dotterbolag, London Options Clearing House (LOCH).

LIFFE påbörjade sin verksamhet år 1982 och drivs numera i aktiebolagsform. Handeln avser optioner och terminskontrakt på amerikanska, brittiska, japanska och västtyska statsobligationer, amerikanska och brittiska kortfristiga räntor, brittiska aktieindex och vissa valutor. Enligt egen utsago har LIFFE det största sortimentet av världens derivatmarknadsplatser. Handeln clearas av företaget International Commodities Clearing House (ICCH) som ägs av de sex största engelska bankerna.

Under oktober månad 1988 presenterades planer på ett närmare samarbete mellan LTOM och LIFFE. Ett viktigt syfte med samarbetet anges vara att förbättra likviditeten i de aktieindexkontrakt som nu omsätts på båda marknadsplatserna. För att uppnå detta syfte har resp. marknadsplats utfäst sig att upphöra med handeln i några konkurrerande instrument. Närmare detaljer om samarbetet har dock ännu inte offentliggjorts.

Inom LIFFE förbereds införandet av ett elektroniskt handelssystem, kallat Advanced Pit Trading (APT). Avsikten är att på bildskärmar så långt som möjligt efterlikna den handel som ännu så länge sker på LIFFE:s börsgolv. Systemet skiljer sig därmed något från de helt datoriserade avslutssystem som används vid bland andra den schweiziska optionsmarknaden SOFFEX eller som planeras inom ramen för det s k Globex-systemet (se vidare avsnitt 3.2.10.1 nedan). Medan de sistnämnda systemen förutsätter att en förmedlare kvarstår med sina anbud under en (i dessa sammanhang) relativt lång tid, kommer LIFFE-systemet – liksom det nedan nämnda amerikanska CBOT-systemet – att medge mycket snabba anbudsförändringar, ungefär som på ett börsgolv. Till en början kommer det nya systemet bara att vara i drift före och efter öppethållandet för LIFFE:s börshandel på golvet.

LIFFE har också träffat en principöverenskommelse med informationsföretaget Telerate. Avsikten är att såväl medlemmar som deras kunder skall kunna utnyttja Telerates terminalsystem för att lägga in order, direkt till LIFFE resp. via en medlem. Samtidigt pågår diskussioner om en anslutning av LIFFE till det planerade Globex-systemet (där en av huvudmännen är Telerates konkurrent Reuters). Detta system kommer i så fall troligen att

användas för handel dels utanför LIFFE:s eget öppethållande, dels i mindre frekventa instrument.

I april 1989 ansökte det svenska företaget OM om tillstånd hos brittiska och svenska myndigheter att etablera ett helägt dotterbolag i London för att kunna tillhandahålla optioner och terminer på svenska underliggande värdepapper, företrädesvis aktier. Dotterbolaget skall marknadsföra de nämnda instrumenten och utgöra clearingcentral för handeln i dessa. Genom förbindelser med OM:s svenska marknadsplats kommer samma prisbild att visas på båda marknaderna.

3.2.5.3 Regelverk och tillsyn

Regleringen av värdepappersmarknaden i Storbritannien har under de senaste åren omdanats radikalt enligt en speciell brittisk modell som saknar motstycke i världen. Efter ett långvarigt utredningsarbete stadfästes ett helt nytt lagkomplex, Financial Services Act, av drottningen i november 1986. Lagstiftningen trädde – efter flera uppskov – huvudsakligen i kraft den 29 april 1988, men innehåller en rad övergångsregler.

Kortfattat kan det engelska regelsystemet karakteriseras som långt driven självreglering inom en omfattande ramlagstiftning. Regelverket, de organisationer som har vuxit fram som en följd av detta och relationerna mellan berörda organisationer är komplicerade och har ännu inte funnit sin slutgiltiga form i alla detaljer. Redogörelsen är därför översiktlig. Specifika frågor som rör områden utanför värdepappersmarknadskommitténs arbetsfält (som försäkringsverksamhet) berörs inte.

Regelverket täcker alla slags investeringsaktiviteter och finansiella tjänster som utförs på eller riktas till aktörer på den brittiska värdepappers- och finansmarknaden ("investment business") såsom emissioner av och handel i värdepapper, kapitalförvaltning, rådgivning, försäkringsverksamhet m m. Alla slags värdepapper omfattas i princip av regleringen. Vissa undantag har dock gjorts för statsobligationer och den del av penningmarknaden som avser storplacerare. Ren bankverksamhet regleras av särskild lagstiftning.

I Storbritannien har man alltså valt att i första hand utgå från de olika funktionerna på marknaden, som till exempel kapitalförvaltning, till skillnad från de flesta andra länder där regleringen främst tar fasta på olika institutioner på marknaden. All verksamhet som riktas till den brittiska marknaden omfattas, oavsett om den utförs inom eller utom landet. I det senare fallet är siktet främst inställt på sådana aktiviteter som riktar sig till mottagare som inte själva är reglerade av Financial Services Act.

Enligt Financial Services Act har handels- och industriministern det formella ansvaret för upprätthållande av ett tillfredsställande investerarskydd och sunda förhållanden på marknaderna. Ministerns ansvar och befogenheter har hög grad delegerats till en privaträttslig "paraplyorganisation", the Securities and Investment Board (SIB).

SIB har i sin tur godkänt s k självreglerande organisationer (Self Regulating Organisation – SRO) för olika delar av värdepappersmarknaden m m.

Dessa är huvudsakligen redan befintliga branschorganisationer som efter större eller mindre förändringar har ålagts vissa skyldigheter och befogenheter. Ovan har nämnts The Securities Association (TSA) som meddelar tillstånd för banker och mäklarfirmor att delta i börshandeln samt utfärdar och övervakar regler för dessa. Ytterligare några självreglerande organisationer är här av intresse. FIMBRA (Financial Intermediaries Managers and Brokers Association) godkänner och registrerar företag som förmedlar värdepapper och andra sparobjekt till allmänheten. AFBD (Association of Futures Brokers and Dealers) har motsvarande funktion för företag som förmedlar finansiella derivatinstrument. IMRO (Investment Managers Regulatory Organisation) organiserar kapitalförvaltare och investeringsrådgivare.

Ett företag som är verksamt inom flera av dessa områden behöver alltså tillstånd från flera olika självreglerande organisationer. (Vid sidan om denna tillståndsgivning ligger sådan som avser bankverksamhet, till exempel inlåning från allmänheten, för vilket tillstånd erfordras från Bank of England inom ramen för banklagstiftningen.)

SIB och de olika självreglerande organisationerna har utfärdat egna regelböcker, kapitalkrav m m och övervakar de underställda organisationernas resp. företagens verksamhet. I den mån ett enskilt företag är medlem av flera organisationer utses normalt ett primärt övervakningsorgan ("lead regulator") som samarbetar med övriga berörda organisationer. Beslut av SIB eller en självreglerande organisation kan av berörd part föras vidare till den s k Financial Services Tribunal.

Inom ramen för Financial Services Act har skapats former och organisationer för att kompensera investerare för förluster till följd av otillbörligt beteende från vissa företags sida och för att motta och utreda klagomål från enskilda investerare.

SIB auktoriserar också andra organisationer som arbetar på värdepappersmarknaden. De viktigaste av dessa är in- och utländska marknadsplatser och clearingorganisationer. Genom att erhålla status som godkänd värdepappersbörs ("Recognized Investment Exchange") kan en marknadsplats undantas från vissa av SIB:s regleringar. En förutsättning är då att börsen i fråga uppfyller vissa grundläggande krav.

Londonbörsen, terminsbörsen LIFFE och några råvarubörser i Storbritannien har ställning som Recognized Investment Exchange. Även det amerikanska datoriserade handelssystemet NASDAQ har erhållit denna status vilket har möjliggjort ett växande samarbete med Londonbörsen och anslutning av en rad brittiska förmedlare till NASDAQ:s system.

En marknadsplats kan också godkännas som s k "Designated Investment Exchange". Praktiskt uppges detta innebära att marknadsplatsen undantas från delar av den engelska lagstiftningen och att engelska förmedlare och kunder tillåts delta i handeln samtidigt som bland annat vissa krav ställs på rapportering av avsluten. Sådant tillstånd har bland annat erhållits av OM i Sverige och av det självreglerande organ, AIBD (Association of International Bond Dealers), med hemvist i Schweiz som har bildats för viss

handel i internationella obligationer.

På den brittiska marknaden arbetar vissa förmedlare och andra företag hemmahörande i stater och områden som SIB inte anser vara reglerade på ett sätt som är likvärdigt med det brittiska systemet. Sådana områden kan av SIB bli betecknade som "designated status territory", dvs områden som erbjuder ett skydd som är godtagbart för brittiska investerare. Detta slag av godkännande har enligt uppgift hittills meddelats Isle of Man, Jersey och Guernsey medan ansökningar ännu inte är slutbehandlade vad gäller bland andra Bermuda, Cypern, Hong Kong och Malta.

Slutligen omfattas vissa brittiska professionella sammanslutningar av den nya lagstiftningen. Till dessa hör organisationer för revisorer och affärsjurister.

Financial Services Act innehåller alltså en rad föreskrifter om gränsöverskridande verksamhet. Här skall ytterligare en sådan refereras. Annonser med investeringserbjudanden etc som riktas till den brittiska allmänheten skall godkännas av någon som auktoriserats för detta av engelska organ, t ex en registrerad fondkommissionär, advokat eller revisor. Vissa krav ställs även på sådana annonsers utformning och innehåll. Regeln gäller också annonser i internationella tidningar, utgivna i andra länder men distribuerade i Storbritannien.

Tidigare nämndes att vissa undantag har gjorts för statsobligationer och den del av penningmarknaden som avser storplacerare. Dessa verksamheter står under direkt kontroll av finansministern och Bank of England. Det bör också noteras att tillhandahållande av finansiella tjänster från Storbritannien enbart till kunder utanför landets gränser inte omfattas av Financial Services Act.

SIB:s och övriga självreglerande organisationers verksamhet finansieras helt av parterna på marknaderna. De sanktionsmedel som står till förfogande är varning, suspension och indragning av meddelad auktorisation (av medlemsföretag) resp. av lämnat godkännande (till organisation). Iakttagelser om kriminaliserad verksamhet som insiderhandel överlämnas av SIB till handels- och industriministern för vidare undersökning och eventuell rättslig åtgärd.

När den nya lagstiftningen till fullo har genomförts efter vissa övergångsregler blir det olagligt att bedriva investeringsverksamhet utan auktorisation och avtal som har gjorts upp av icke auktoriserade företag kommer att betraktas som ogiltiga.

En särskild plats i det brittiska systemet intas av den s k *Panel on Take-Overs and Mergers (the "Panel")*. Denna grupp bildades år 1968 för att utveckla och tillämpa ett regelverk om företagsförvärv på aktiemarknaden, the City Code on Take-Overs and Mergers (the "City Code"). Detta regelverk baseras på ett dokument som utarbetades redan år 1959 av en grupp organisationer på värdepappersmarknaden. Reglerna reviderades senare vid ett par tillfällen och fick sin grundläggande utformning under år 1968. Även därefter har ett antal tillägg och förändringar införts.

Initiativet till City Code togs av chefen för Bank of England som samman-

kallade en grupp av representanter för olika institutioner på marknaden. Bank of England har fortfarande ett visst överinseende över verksamheten genom att utse ordförande och vice ordförande för panelen. Övriga ledamöter väljs av olika organisationer.

Syftet med City Code är att i självregleringens form tillförsäkra alla aktieägare likabehandling i samband med ett uppköpserbjudande som riktas till dem. Däremot faller affärsmässiga och konkurrensrättsliga frågor i samband med företagsförvärv utanför City Code och panelens kompetensområde.

Inom den speciella ram som kännetecknar den brittiska regleringen av värdepappersmarknaden är City Code i praktiken bindande för parterna på marknaden och försedd med betydande sanktionsmedel trots att den inte har karaktär av lag. Den som bryter mot föreskrifterna i City Code eller panelens utslag kan, som det uttrycks, komma att finna att marknadens möjligheter ("facilities of the market") inte längre står till deras förfogande. I praktiken innebär detta att de banker och mäklarfirmor som verkar i Storbritannien och som står under tillsyn av SIB m fl självreglerande organ är skyldiga att tillse att City Code följs av deras kunder. I annat fall kan banken eller mäklarfirman få sin auktorisation indragen.

Berörda företag och deras rådgivare är skyldiga att konsultera panelen om osäkerhet råder om tillämpningen av City Code. Panelen kan normalt ge besked inom 24 timmar. Samarbetet mellan panelen och Londonbörsen har utvidgats under senare år och panelen kan numera bland annat utnyttja börsens resurser för övervakning av händelser i samband med företagsförvärv.

Det kan också noteras att panelens utslag kan överprövas av allmän domstol i Storbritannien. Så har också skett vid några tillfällen även om det anses att domstolarna ogärna ändrar panelens beslut.

Vissa föreskrifter i take-over-koden, främst de om erbjudandeplikt, har blivit förebild för regler eller förslag till regler i andra länder, bl a inom EG samt Norge och Finland (se vidare kap. 13).

Som har framgått av beskrivningen är det nya brittiska regelsystemet mycket omfattande. Trots flera uppskov har reglerna ännu inte kunnat genomföras i full omfattning. Arbetsbördan har varit stor i inledningsskedet för de självreglerande organisationerna som har haft att utarbeta regelböcker och ta ställning till ett mycket stort antal ansökningar om auktorisation. Som exempel kan nämnas att organisationen FIMBRA som godkänner och registrerar företag som förmedlar värdepapper och andra sparobjekt till allmänheten har ca 10.000 medlemmar.

Regelsystemet har blivit föremål för betydande kritik och debatt. Den stora mängden övervakande organ på den brittiska marknaden, förutom handels- och industridepartementet, Bank of England och SIB, fem självreglerande organ och ungefär lika många marknadsplatser, anses ha medfört ett svåröverskådligt och byråkratiskt system. I vissa fall har detta lett till dubbelarbete mellan olika organisationer, i andra fall till att nödvändiga åtgärder så att säga har fallit mellan stolarna. Från vissa av de företag som

är verksamma som förmedlare på marknaden har klagomål framförts mot de höga kostnader som man anser att organisationssystemet medför. Enligt uppgift uppgår den årliga kostnaden för tillsynsorganisationen till ca 150 milj pund, motsvarande över 1,5 miljard svenska kronor.

Redan under slutet av 1988 framlade SIB förslag till förenklingar på vissa punkter i de delvis mycket detaljerade regelböckerna. Avsikten är att man i större utsträckning skall förlita sig till allmänna förhållningsregler om "god sed" och liknande.

3.2.5.4 Övrigt

Sedan början av 1980-talet har arbete pågått för utveckling av ett databaserat, papperslöst system för leveranser av och likvider för värdepapper i Storbritannien, det s k Taurus-systemet (Transfer and Automated Registration of Uncertified Stock). Utvecklingsarbetet sker i Londonbörsens regi men har flera gånger lagts på is på grund av stora kostnader och andra svårigheter. Det finns för närvarande ingen fastställd tidplan för projektet.

3.2.6 Övriga EG-länder

Aktiebörser av varierande utseende och storlek finns i alla EG-stater. I denna översikt skall några kortfattade uppgifter lämnas om aktie- och övrig värdepappershandel samt regelverk och tillsyn i de viktigare övriga EG-länderna, nämligen Belgien, Italien, Nederländerna, Spanien och Förbundsrepubliken Tyskland. Danmark, Frankrike och Storbritannien har redovisats separat ovan. Övriga EG-länder med mindre omfattande värdepappersmarknader behandlas ej, dvs Grekland, Irland, Luxemburg och Portugal.

3.2.6.1 Aktiehandel

Belgien. Aktie- och obligationshandel i Belgien sker huvudsakligen på Brysselbörsen. Andra marknadsplatser är börserna i Antwerpen, Liège och Gent. Brysselbörsen står under ledning av en styrelse med representanter för samtliga medlemsföretag. En speciell kommitté beslutar om inregistrering av aktier.

På Brysselbörsen handlas med aktier dels för omedelbar leverans, dels på termin. Den belgiska aktiemarknaden är i hög grad internationaliserad med ett stort antal utländska aktier noterade. För mindre och medelstora belgiska företags aktier inrättades år 1985 en särskild lista, den s k Second Marché. En stor del av aktiehandeln har traditionellt skett utanför börsen.

Fr o m början av 1989 övergår Brysselbörsen successivt till elektronisk handel med begagnande av det s k CATS-systemet från den kanadensiska Toronto-börsen.

Tillträde till Brysselbörsen har länge varit förbehållet mäklarfirmor, s k Agents de Change. Enligt ny lagstiftning som nu förbereds skall ägandet till mäklarfirmor släppas fritt och affärsbanker ges möjlighet att bli börsmedlemmar.

Italien. I Italien finns ett tiotal aktiebörser, men 80–90 procent av omsättningen sker vid Milanobörsen. Genomlysningen och likviditeten på Milanobörsen anses vara relativt svag med internationella mått. Omkring tre fjärdedelar av aktiehandeln beräknas ske utanför börsen.

Nederländerna. Aktiehandel i Nederländerna sker endast vid Amsterdambörsen som är en av de större i Västeuropa och som anses vara den äldsta i världen. Handeln är numera datoriserad. Börsen erbjuder två olika system, ett på börsgolvet för den ordinarie handeln och ett externt för större blockaffärer.

Vid Amsterdambörsen noterades vid slutet av 1988 aktier i totalt 460 företag, varav i stort sett hälften eller 232 st var utländska, främst amerikanska.

Spanien. Liksom i flera andra västeuropeiska länder är aktiehandeln i Spanien fördelad på flera börser, varav en, i Madrid, är dominerande och de övriga, i Barcelona, Bilbao och Valencia, av främst regional betydelse. Omfattande förändringar genomförs under 1989 av det relativt ålderdomliga regelverket kring dessa börser.

Från sommaren 1989 avskaffas auktionsförfarandet som ersätts med ett datoriserat handelssystem efter mönster från den kanadensiska Torontobörsens CATS-system. Det nya systemet skall föra samman alla de spanska börserna. Mäklarmonopolet ersätts med fondkommissionsverksamhet i bolagsform där även utländskt ägande kommer att tillåtas.

Förbundsrepubliken Tyskland. I landet finns åtta aktiebörser, varav den i Frankfurt svarar för ca två tredjedelar av omsättningen. De övriga börserna finns i Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München och Stuttgart. Börserna i Berlin och Frankfurt leds av de lokala handelskamrarna medan de övriga är självständiga privata institutioner. Sedan 1986 har samarbetet mellan de olika börserna fördjupats genom bildandet av en gemensam organisation, Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörse. Införande av ett elektroniskt system, kallat Inter Banken Information System (IBIS), planeras till december 1989. Diskussioner pågår om ett samarbete med Reuters om spridning av kursinformation.

Endast Frankfurtbörsen har internationell betydelse. Där noterades vid slutet av år 1988 aktier i 422 inhemska och 349 utländska företag. Mätt i marknadsvärdet för de noterade företagen är den tyska aktiemarknaden den fjärde största i världen medan omsättningen relativt sett är betydligt blygsammare. Vid slutet av år 1988 noterades på en eller flera tyska börser aktier i 1.083 företag, varav 474 utländska.

Aktiehandeln sker dels på två officiella listor, för vilka bestämmelser finns angivna i lag, Amtlicher Handel och Geregelter Markt, dels på en inofficiell lista, Freiverkehr.

3.2.6.2 Övrig värdepappershandel

Belgien. Handel i aktieoptioner har i liten skala förekommit på Bryssel-börsen sedan 1985. Planer har framlagts för etablering av en fristående

options- och terminsbörs i landet i samarbete mellan Brysselbörsen och den holländska European Options Exchange (EOE).

Italien. Optioner på vissa aktier handlas enligt uppgift i mindre omfattning på aktiebörsen i Milano. Diskussioner om att starta en italiensk derivatmarknadsplats har hittills rönt motstånd från tillsynsmyndigheten Consob, där man anser att större reformer av hela den italienska marknaden först måste genomföras.

Nederländerna. European Options Exchange (EOE) i Amsterdam påbörjade år 1978 som första marknadsplats i Västeuropa handel i olika slags optioner. Som underliggande instrument används såväl enskilda aktier, aktieindex (inhemska och utländska), obligationer, valutor och vissa ädelmetaller. EOE kan närmast liknas vid en ekonomisk förening som ägs av de anslutna medlemmarna. Handel sker på börsgolvet. Vid hel- eller majoritetsägda dotterbolag bedrivs handel i vissa andra instrument samt clearing.

Spanien. Det svenska företaget OM har tecknat avtal om att etablera en optionsbörs under namnet OM Iberica i Madrid med driftstart under hösten 1989. Till en början kommer OM Iberica att tillhandahålla marknadsplats och clearing för ränteoptioner. Bolaget ägs till 45 procent vardera av OM och Banco Bilbao Vizcaya, landets största affärsbank. Övriga 10 procent innehas av en spansk finansgrupp och två mäklarföretag. Avsikten är att så småningom bredda ägandet.

En konkurrerande derivatbörs, Mercado Espanol de Futuros Financieros (MEFFSA), planerar handel i Barcelona i samarbete mellan Barcelonabörsen och ett bankkonsortium. Handeln kommer att påbörjas i slutet av 1989 eller början av 1990 och inledningsvis avse ränteterminer.

Förbundsrepubliken Tyskland. Options- och terminshandel i vissa tyska värdepapper har sedan en tid bedrivits vid bland andra engelska marknadsplatser medan handeln inom landet har varit mycket blygsam på grund av gällande lagstiftning och i huvudsak begränsad till ett litet antal aktieoptioner. En västtysk marknadsplats, kallad Deutsche Termin Börse (DTB), planeras till januari 1990 för handel i optioner och terminer på aktier, obligationer och aktieindex. Denna börs skall bedrivas i form av ett privat aktiebolag, ägt av de sjutton största västtyska bankerna.

3.2.6.3 Regelverk och tillsyn

Belgien. Som antytts ovan förbereds en omfattande förändring av börslagstiftningen i landet. Reglerna för börsmäklarverksamhet kommer att liberaliseras. Börshandeln moderniseras genom införandet av elektronisk handel och striktare rapporteringskrav för avsluten. Börsstyrelsen ges ökade befogenheter och den statliga tillsynsmyndigheten skall få utvidgade resurser.

Italien. Den statliga tillsynsmyndigheten Consob etablerades genom lagstiftning år 1974. Consob övervakar börsverksamheten samt granskar emissions- och introduktionsprospekt och börsföretagens övriga finansiella information.

Nederländerna. Organisationen av tillsynen på den nederländska mark-

naden förändrades den 1 februari 1989 genom inrättandet av ett nytt privaträttsligt tillsynsorgan, på engelska kallat The Securities Board of the Netherlands (på holländska Stichting Toetzicht Effectenverker – STE). Tillsynen har tidigare skötts direkt av finansministeriet och av en samarbetskommitté mellan marknadsplatserna. Det nybildade rådet som är organiserat som en stiftelse skall utöva tillsyn över all värdepappershandel men förfogar inte över några sanktionsmöjligheter. Dessa skall även fortsättningsvis finnas i finansministerns händer. Denne utser också ledamöterna i rådet. Ett av rådets första beslut i februari 1989 var att skjuta upp introduktionen av en ny aktieoption på EOE till dess att handeln i den underliggande aktien, ett nyligen börsintroducerat statligt företag, hade hunnit stabilisera sig. Enligt ny lagstiftning som förbereds för införande under 1990 kan STE komma att få tillsynsuppgifter även för handel utanför marknadsplatserna.

Spanien är under 1989 i färd med att genomföra större förändringar av regleringen av värdepappersmarknaden. Utöver de i avsnittet ovan om aktiehandel nämnda moderniseringarna av börshandelns former reformeras lagstiftningen och tillsynen. Även i övrigt kommer anpassningar till EG:s direktiv att behöva genomföras.

En ny statlig tillsynsmyndighet (Comision Nacional del Mercado de Valores) skapas för övervakning av värdepappersmarknaden. Den övertar och utvidgar uppgifter som tidigare har ålegat finansdepartementet och lokala börsmäklarföreningar.

Förbundsrepubliken Tyskland är den större stat i Västeuropa som har avvaktat längst med förändring av sin värdepappersmarknadslagstiftning. Vissa reformer förbereds dock under 1989, bland annat för att möjliggöra etablerandet av options- och terminshandel och för att anpassa regleringen till EG:s direktiv. En annan effekt kommer att bli att notering av utländska aktier på västtyska börser underlättas.

Den nuvarande börslagen som senast ändrades år 1986 ger betydande befogenheter via delstatsregeringarna till de olika aktiebörserna och anger i huvudsak endast generella riktlinjer för aktiehandeln.

Tillsynen över marknaden handhas av den federala bankinspektionen, centralbanken (Deutsche Bundesbank) och finansdepartementet i Bonn samt delstatsregeringarna.

3.2.6.4 Övrigt

Under 1980-talet har nya, ofta datoriserade, papperslösa system för registrering av innehav och förändringar av innehav införts i en rad länder i Västeuropa. Tidigare har nämnts det franska SICOVAM. I Förbundsrepubliken Tyskland har inrättats liknande system, dels DWZ Deutsche Wertpapierdaten-Zentrale för leveranser inom landet, dels Deutscher Auslandskassenverein för leveranser över gränserna. Flertalet av de nationella systemen har kopplats samman.

3.2.7 Schweiz

I Västeuropa utanför EG-området och Norden finns värdepappershandel av betydelse endast i Schweiz. Utanför framställningen faller därför bland annat Österrike.

3.2.7.1 Aktiehandel

Schweiz federala uppbyggnad avspeglas också i börshandelns struktur. I landet finns sju aktiebörser, nämligen i Basel, Bern, Genève, Lausanne, St Gallen, Ticino och Zürich. Endast börserna i Basel, Genève och Zürich är av internationell betydelse medan de övriga främst har lokal och regional inriktning. Zürichbörsen svarar ensam för långt mer än hälften av värdepappersomsättningen i Schweiz och brukar anses vara världens fjärde marknadsplats i storlek efter New York, Tokyo och London.

Börserna i Schweiz har slutit sig samman i en samarbetsorganisation som på engelska kallas Association of Swiss Stock Exchanges. Denna organisation handhar vissa gemensamma uppgifter och representerar medlemmarna i internationella sammanhang. De nämnda stora börserna i Basel, Genève och Zürich bildar sedan 1986 en egen informell organisation, Association Tripartite Bourses (ATB) som samordnar datoriseringen av de tre medlemsbörserna och är delägare i optionsbörsen SOFFEX (se nedan avsnitt 3.2.7.2).

Regelbildningen kring börsverksamheten i Schweiz är i högre grad än i flertalet andra europeiska länder överlämnad till börserna själva. Som exempel kan nämnas att villkoren för inregistrering av börspapper fastställs i ett s k Brokerage Agreement som har utarbetats i samarbete mellan börserna. Beslut om börsnotering fattas av ett särskilt organ, på engelska kallat Swiss Admissions Board. Ledamöterna i detta organ utses till största delen av börsernas samarbetsorganisation. Ett par ledamöter, regelmässigt industri- och bankmän, utses av den federale finansministern.

Samarbetet mellan de schweiziska aktiebörserna utvecklas successivt. Det gäller bland annat öppethållande och regler för börsstopp samt gemensamt ägd datoriserad förmedling av information om handeln. På längre sikt planeras ett elektroniskt nätverk som skall kunna förbinda handeln på alla marknadsplatser i landet. Tills vidare håller de schweiziska börserna dock fast vid den traditionella formen för golvhandel med aktier.

3.2.7.2 Övrig värdepappershandel

Den största schweiziska optionsbörsen påbörjade sin verksamhet i maj 1988, Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX). Detta bolag ägs av de fem största bankerna och de tre stora aktiebörserna i Schweiz. Handeln är helt datoriserad och omfattar optioner på ett dussin stora schweiziska aktier och ett inhemskt aktieindex. Senare planerar att man påbörja handel i optioner på vissa utländska aktier. Till skillnad från vad som gäller på huvuddelen av de europeiska optionsbörserna sköts

handel och clearing av en och samma organisation (motsvarande den modell som tillämpas av svenska OM och OM närstående bolag i andra länder).

Aktieindexoptioner m m handlas i mindre skala genom företaget OZ Zürich Options & Futures AG. Ägare är en schweizisk bank, Bank Zürich, och olika inhemska institutionella investerare. Det kan vara intresse att nämna att en av de större ägarna till Bank Zürich är det svenska bolaget Carnegie Fondkommission, dotterbolag till PKbanken. (Carnegie Fondkommissions tidigare ägare, Carnegie, som numera ingår i Nobelkoncernen, har option på att återköpa denna aktiepost. Carnegie är också en av de större delägarna i den svenska marknadsplatsen OM. Det kan här också noteras att OM under hösten 1988 förvärvade en mindre post i OZ.)

3.2.7.3 Regelverk och tillsyn

Schweiz är ett av de få viktigare länder på värdepappersmarknaden som saknar övergripande börslagstiftning. På kantonsnivå finns dock vissa lagbestämmelser om börsernas verksamhet. För Zürichbörsen är dessa bestämmelser från 1912, för Baselbörsen från 1982 och för Genèvebörsen från 1959.

För bankverksamhet inkl. bankernas aktiviteter på värdepappersmarknaden finns federal lagstiftning från 1934 som har kompletterats med kungörelser under 1972 och 1984. Tillsynen över bankerna sköts av den federala bankinspektionen. Däremot saknas lagstiftning och tillsyn beträffande andra institut som t ex börsmäklarfirmor.

De olika kantonerna har i regel egna organ för tillsyn över börsverksamheten i kantonen. Denna tillsyn är huvudsakligen inriktad på börshandeln. Som tidigare har nämnts är en stor del av regleringen av börsverksamheten överlämnad till börsernas självreglering.

Sedan något år tillbaka arbetar en kommitté, tillsatt av den schweiziske finansministern, med en översyn av lagstiftningen kring de finansiella marknaderna i landet. Kommittén väntas avlämna sin rapport under slutet av 1989. I den allmänna debatten i Schweiz har förslag framförts om bland annat inrättandet av en federal tillsynsmyndighet för värdepappersmarknaden.

3.2.7.4 Övrigt

Sedan år 1970 finns i Schweiz en organisation för hantering av leveranser av värdepapper, det s k SEGA (Schweizerische Effekten-Giro AG eller på engelska Swiss Securities Clearing Corporation). Organisationen ger fr o m år 1982 möjlighet till leverans av värdepapper mot likvid inom ramen för ett papperslöst system.

3.2.8 USA

Den amerikanska regelstrukturen har varit förebild för många andra länder. En federal lagstiftning tillämpas av en stark statlig tillsynsmyndighet, Securities and Exchange Commission (SEC). Få länder har en lika omfattande regel- och tillsynsapparat som den amerikanska.

3.2.8.1 Aktiehandel

Den amerikanska aktiemarknaden får ofta representeras av New York Stock Exchange (New Yorkbörsen eller NYSE). I själva verket förekommer aktiehandel vid ytterligare åtta börser, av vilka American Stock Exchange i New York har samma heltäckande inriktning som NYSE och de övriga är av regional karaktär. Bland de senare kan nämnas Cincinnati (som var en av de första börserna i världen att införa elektronisk handel) och Philadelphia. Även om New Yorkbörsen är störst i värdetermer, sker den största handeln mätt i antal noterade företag inom ett decentraliserat datoriserat handelssystem, NASDAQ. Detta system lanserades år 1971 av den amerikanska fondhandlareföreningen (NASD, National Association of Securities Dealers) och har med åren vuxit till att bli världens tredje största värdepappersmarknad med ca 4.500 företags aktier noterade.

Bortsett från NASDAQ är handeln vid de amerikanska aktiebörserna bara delvis datoriserad. Däremot utnyttjas datorsystem i stor utsträckning för förmedling av kundorder och information mellan börserna, medlemsföretagen resp. de senares kunder.

De högsta inregistreringskraven ställs vid New Yorkbörsen medan något mindre företag vänder sig till American Stock Exchange, NASDAQ eller någon av regionala börserna. Konkurrensen är hård mellan de olika marknadsplatserna.

De amerikanska börserna är privata organisationer under tillsyn av en federal myndighet, Securities and Exchange Commission (SEC). Aktiehandeln i USA är relativt sett mindre internationaliserad än i många andra länder. I NASDAQ noteras f n omkring 300 utländska företag som underkastas något mindre omfattande informationskrav än vid aktiebörserna i New York. Vid New York Stock Exchange noteras aktier i ca 1600 företag, varav ett 70-tal utländska. Vid American Stock Exchange noteras aktier i ca 900 företag, varav ett 50-tal utländska.

Utanför NASDAQ noteras ytterligare ett stort antal aktier inofficiellt på s k pink sheets på den amerikanska marknaden, däribland några svenska, nämligen Aga och Alfa-Laval. Denna handel är för övrigt delvis oreglerad vilket har utnyttjats av mindre nogräknade amerikanska mäklare för omdiskuterad försäljning av s k penny stocks i små inhemska företag.

Den våg av förändringar som nu sveper över världens aktiebörser härrör delvis från reformer som infördes på de amerikanska börserna under 1970-talet. Efter flera års ansträngningar kunde tillsynsmyndigheten SEC år 1975 genomdriva avskaffandet av fasta courtage (mäklarprovisioner) varigenom kundernas transaktionskostnader sänktes och den amerikanska marknа-

dens konkurrenskraft förbättrades. Dessa nyheter utlöste under 1986 motsvarande kostnadssänkningar i London genom "Big Bang" som i sin tur kan sägas ha bidragit till att driva fram förändrade regler på flertalet av Europas övriga börser under slutet av 1980-talet.

3.2.8.2 Övrig värdepappershandel

De första terminskontrakten i världen avseende värdepapper (till en början obligationer o dyl) började handlas på Chicago Board of Trade (CBOT) under år 1975. Redan några år dessförinnan hade handel påbörjats på olika marknadsplatser i Chicago i optioner och terminer på grundval av främmande valutor. Att denna handel kom att koncentreras till Chicago var en naturlig utvidgning av den sekelgamla handeln i optioner och terminer på jordbruksprodukter och råvaruprodukter. Senare har optioner och terminer framtagits med aktier, aktieindex och andra värdepapper som underliggande värde.

I USA finns numera sex renodlade optionsbörser och elva terminsbörser som bedriver handel i flertalet av de nämnda instrumenten. Handel i vissa instrument förekommer även på flera aktiebörser, bland andra New York Stock Exchange och American Stock Exchange.

Samarbetsplaner inom denna handel diskuteras mellan dels American Stock Exchange och Philadelphiabörsen, dels börserna i New York, Philadelphia och Kalifornien.

Den största optionshandeln sker på Chicago Board Options Exchange (CBOE) med handel i optioner på enskilda aktier, aktieindex, räntesatser och valutor. Världens största börs för terminshandel i obligationer m m anses vara Chicago Board of Trade (CBOT). En annan viktig marknadsplats är Chicago Mercantile Exchange (CME) som bedriver handel i optioner och terminer på råvaror, guld, valutor, räntesatser och aktieindex. Vid alla dessa marknadsplatser bedrivs handeln f.n. på börsgolvet.

Clearing kan i USA ske vid flera olika organisationer. Den största är Options Clearing Corporation (OCC) och dess dotterbolag Intermarket Clearing Corporation (ICC). Där utförs clearing åt bland andra de olika aktiebörser som handlar i optioner. Dessa börser är också ägare till OCC.

Sedan CME under år 1988 meddelade sina planer på att införa det elektroniska handelssystemet Globex (se avsnitt 3.2.10.1) har för- och nackdelar med golvhandel resp. datorsystem debatterats livligt i USA. Företrädare för golvhandel anser att deras handelsmodell bland annat möjliggör en större likviditet i marknaden och att datorsystem inte kan hantera stora eller komplicerade order. Anhängarna av datorsystem å sin sida menar att elektroniken är nödvändig för att förhindra manipulation och missbruk av den typ som avslöjades vid derivathandeln i Chicago under början av 1989. Datorsystem anses också vara oumbärliga vid internationella förbindelser mellan marknadsplatser.

Den livligaste förespråkaren för golvhandel har varit CME:s främsta konkurrent, Chicago Board of Trade (CBOT). Det väckte därför ett visst

uppseende när CBOT under mars månad 1989 offentliggjorde planer på ett eget datoriserat handelssystem, Aurora. I detta var avsikten att i större utsträckning än i andra system efterlikna handelsförfarandet från golvhandeln. Inom CBOT hävdade man att de nuvarande datoriserade handelssystemen – liksom det planerade Globex – närmast är datoriserade krittavlor till skillnad från Aurora och det system som förbereds inom den engelska marknadsplatsen LIFFE.

I slutet av maj 1989 påbörjade CME och CBOT diskussioner för att förena sina två planerade konkurrerande system, Aurora resp. Globex. Det var ännu i september oklart vilka konsekvenser dessa diskussioner kan komma att få.

3.2.8.3 Regelverk och tillsyn

Två lagkomplex är basen för reglering och tillsyn på den amerikanska värdepappersmarknaden. The Securities Act från 1933 föreskriver att värdepappersemittenter hos tillsynsmyndigheten SEC skall registrera prospekt och andra former för erbjudanden till allmänheten att teckna värdepapper innan erbjudandet lämnas offentligt. Prospekt som innehåller felaktiga eller bedrägliga uppgifter kan leda till straffansvar. The Securities Exchange Act från 1934 tar sikte på marknadsplatser, mäklare och personer med förtrolig information ("insiders"). Dessutom uppställs vissa regler om periodisk information från emittenter av värdepapper som omsätts på den amerikanska marknaden.

Handeln på de elva terminsbörserna regleras av Commodity Exchange Act. Fr o m år 1974 övervakas dessa marknader och till dessa knutna clearingorganisationer av tillsynsmyndigheten Commodity Futures Trading Commission (CFTC). Det bör dock noteras att handeln med standardiserade optioner vid de sex renodlade optionsbörserna övervakas av SEC.

Inom ramen för sin verksamhet har SEC resp. CFTC betydande befogenheter att utfärda kompletterande regler för marknaderna och de förmedlare som där är verksamma. Utöver dessa båda kategorier omfattas också bland andra investeringsrådgivare, investmentbolag, aktiefonder och olika självreglerande organ av SEC:s tillsyn. Till den sistnämnda gruppen hör den amerikanska fondhandlareföreningen (NASD, National Association of Securities Dealers) som administrerar det datoriserade handelssystemet NASDAQ.

SEC uppges lägga betydande vikt vid att reglerna för de olika marknadsplatserna är likvärdiga så att osund konkurrens med hjälp med av regelsystemet kan stävjas.

Tillsynsmyndigheterna skall var och en inom sitt område godkänna införandet av nya inhemska eller från utlandet kommande finansiella instrument. Under 1988 förbjöd CFTC sålunda handel i terminer på ett aktieindex från Nya Zeeland med motivering att detta hade en alltför tunn bas och skulle kunna manipuleras.

Önskemål har under de senaste åren framförts från två amerikanska

marknadsplatser (American Stock Exchange och NASDAQ) om ytterligare lättnader i bestämmelserna för vissa transaktioner med internationell anknytning. Syftet skulle vara att öppna möjligheter för handel i oregistrerade värdepapper utan att emittenterna underkastas de omfattande amerikanska kraven på informationsgivning. Dessa möjligheter skulle förbehållas värdepapper utgivna av stora och förstklassiga företag och avsedda för vissa större institutionella placerare. Dessa önskemål är för närvarande föremål för överväganden.

3.2.8.4 Övrigt

Aktiebörserna i USA deltar i ett vittgående samarbete om leveranser av försålda värdepapper. Handeln med utländska aktier sker i stor utsträckning i s k amerikanska depåbevis, ADR (American Depositary Receipts), som baseras på aktier deponerade i en amerikansk depåbank.

3.2.9 Vissa andra utomeuropeiska länder

I detta avsnitt beskrivs kortfattat förhållandena i Australien, Canada och Japan. Även i en lång rad andra länder i Asien och Sydamerika, till exempel Brasilien, Hongkong och Singapore, bedrivs omfattande värdepappershandel men dessa länder förbigås här.

3.2.9.1 Aktiehandel

Australien. Aktiehandel har i Australien sedan lång tid bedrivits vid sex olika börser. Sedan 1987 är dessa förenade i en enda organisation, Australian Stock Exchange. Handeln är i hög grad automatiserad efter införandet av ett datorsystem under hösten 1987. Detta system möjliggör handel via bildskärm från medlemsföretagens kontor.

Canada. Landets största aktiebörs är belägen i Toronto. Viss aktiehandel sker också vid börserna i Montreal och Vancouver. Torontobörsen var först bland världens större aktiebörser om att utnyttja datorteknik för automatisering av handeln. Sedan det s k CATS-systemet togs i bruk år 1977 har licenser sålts till flera europeiska börser under mitten eller slutet av 1980-talet, nämligen till Bryssel, Paris och Spanien. Vid Torontobörsen sker handeln i ungefär hälften av de omkring 1.200 noterade aktierna med hjälp av CATS.

Torontobörsen har också varit pionjär i ett annat avseende, nämligen genom att upprätta direkta sammankopplingar med aktiebörser i ett annat land. År 1985 etablerades en s k handelslänk med American Stock Exchange i New York och år 1986 med Midwest Stock Exchange i Chicago. Under slutet av 1988 meddelades dock att dessa båda länkar skall upphöra då de blivit mycket sparsamt utnyttjade.

Japan. Aktiehandeln i Japan sker huvudsakligen vid Tokyobörsen och till en mindre del vid börsen i Osaka. Börserna är självreglerande organisationer som står under finansdepartementets tillsyn. Utanför börserna före-

kommer viss handel i regi av den japanska fondhandlareföreningen.

Vid Tokyobörsen noterades vid slutet av 1988 aktier i ca 1 700 företag, varav omkring 100 utländska.

3.2.9.2 Övrig värdepappershandel

Australien. Handel i options- och terminsinstrument sker dels inom ramen för Australian Stock Exchange, dels vid den fristående marknadsplatsen Sydney Futures Exchange. Vid Australian Stock Exchange görs affärer med optioner och terminer på aktier och aktieindex. Vid Sydney Futures Exchange bedrivs handel i terminer på räntebärande värdepapper, aktieindex, jordbruksprodukter och guld.

Mellan Sydney Futures Exchange och engelska LIFFE (London International Financial Futures Exchange) har sedan oktober 1986 funnits en länk som har möjliggjort för mäklare i Sydney att handla i två av LIFFE:s terminskontrakt på amerikanska statsobligationer resp Eurodollar. Fr o m april 1989 har dock handeln i dessa instrument inställts tills vidare på grund av alltför låg omsättning. En motsvarande länk har upprättats mellan Sydney och råvarubörsen Commodity Exchange i New York för handel i guldterminer.

Canada. Derivathandeln i Canada är knuten till några av de största aktiebörserna. I Toronto handlar man i terminer på aktieindex, räntesatser och ädelmetaller på en formellt fristående derivatbörs, kallad Toronto Futures Exchange, som utnyttjar aktiebörsens lokaler. Vid aktiebörserna i Montreal och Vancouver bedrivs handel i optioner på aktier, räntebärande värdepapper, valutor och guld.

Japan. Handel påbörjades i september 1988 på såväl Tokyobörsen som Osakabörsen i olika derivatinstrument, bland annat på grundval av japanska aktieindex. En särskild marknadsplats för terminer på främmande valutor och räntebärande värdepapper, kallad Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE), öppnades i juni 1989 med den japanska bankföreningen som huvudman.

3.2.9.3 Regelverk och tillsyn

Australien. Uppbyggnaden av regelverk och tillsyn i Australien präglas av landets federala struktur med en uppdelning av lagstiftning och tillsyn mellan nationell och delstatsnivå. Tillsynen över värdepappersmarknaden är ännu uppdelad mellan den nationella myndigheten, National Companies and Securities Commission, och delstaternas motsvarigheter. Förslag har dock framlagts om överföring av hela tillsynsansvaret till den nationella myndigheten.

Canada. Liksom Australien är Canada en federalt uppbyggd stat. Lagstiftning och tillsyn beträffande värdepappersmarknaderna har sin tyngdpunkt på delstatsnivå.

Japan. Till skillnad från flertalet andra länder som berörs i denna översikt övervakas värdepappersmarknaden i Japan av finansdepartementet, närma-

re bestämt dess avdelning för värdepapper (Securities Bureau). Särskild lagstiftning från 1948, senast ändrad 1985, reglerar förhållandena på marknaden.

Japanska myndigheter tillåter bara inhemska investerare att investera på utländska marknadsplatser som har godkänts av den japanska fondhandlareföreningen (Japan Security Dealers' Asociation). Ett flertal börser runt världen har erhållit sådant godkännande som "Approved Stock Exchange".

3.2.10 Internationella datoriserade system

3.2.10.1 System för informationsspridning och handel

Som tidigare har nämnts bedriver flera privatägda internationella företagsgrupper verksamhet i datoriserade system med anknytning till värdepappershandel. Här skall några av de viktigaste företagen omnämnas.

Reuters startade sin verksamhet 1851 som en nyhetsbyrå för spridande av bland annat finansiella nyheter och börsnoteringar. Under år 1964 påbörjades förmedling av finansiella noteringar med hjälp av datorer. Reuters har därefter utvecklats till ett världsomspännande nät av f.n. 168.000 terminaler som ger tillgång till ögonblicklig information om handeln i praktiskt taget alla noterade värdepapper på världens större värdepappersmarknader. Enligt företagets årsredovisning för 1988 lämnades detta år data från över 3 500 olika givare på ca 150 olika marknadsplatser och OTC-marknader.

Reuters aktiviteter baseras huvudsakligen på handeln i utländsk valuta och i räntebärande värdepapper medan aktierelaterad verksamhet står för ca en femtedel av företagets totala intäkter. I Sverige har Reuters bland annat förmedlat köp- och säljkurser till ledning för en telefonhandel i räntebärande värdepapper allt sedan handeln i denna form påbörjades år 1981.

I Reuters USA-baserade dotterbolag Instinet som förvärvades under 1987 handlas ca 10.000 amerikanska och brittiska värdepapper. Instinetföretag är medlemmar av sju amerikanska marknadsplatser, Torontobörsen, Londonbörsen och European Options Exchange i Amsterdam, samt har ansökt om tillstånd att verka i Australien som dels s k exempt stock exchange, dels mäklare. Systemet har ca 1.000 anslutna terminaler och används huvudsakligen för större blockorder.

Tidigare har nämnts planerna på ett samarbete mellan Reuters och optionsbörsen Chicago Mercantile Exchange (CME) om inrättandet av handelssystemet Globex. Överläggningar har pågått med flera andra marknadsplatser om anslutning, råvarubörsen Nymex (New York Mercantile Exchange) för handel i optioner och terminskontrakt på olja och senare även i vissa råvarukontrakt, Sydney Futures Exchange, den franska terminsbörsen Matif och LIFFE i Storbritannien. Som nämndes i avsnitt 3.2.8.2 ovan har därefter diskussioner påbörjats mellan de båda optionsbörserna CME och CBOT om samarbete mellan de två planerade konkurrerande systemen

Aurora resp. Globex. Det är ännu oklart vilka konsekvenser dessa diskussioner kan komma att få.

I mars 1989 offentliggjordes planer på ett samarbete mellan Reuters, dess dotterbolag Instinet och ytterligare ett antal nordamerikanska marknadsplatser, nämligen Chicago Board Options Exchange (CBOE) och Cincinnati Stock Exchange, för elektronisk handel.

Telerate är den huvudsakliga konkurrenten till Reuters. Företaget är dotterbolag till Dow Jones & Co som bland annat publicerar tidningen Wall Street Journal. Telerate bedriver sin viktigaste verksamhet i USA genom att sprida information från olika marknadsplatser.

Som nämnts ovan har Telerate träffat en principöverenskommelse med derivatbörsen LIFFE i London. Avsikten är att såväl LIFFE:s medlemmar som deras kunder fr o m slutet av 1989 skall kunna utnyttja Telerates terminalsystem för att lägga in order, antingen direkt till LIFFE eller via en medlem. Ett motsvarande avtal finns enligt uppgift mellan Telerate och Chicago Board of Trade (CBOT).

Telerate har också avtalat om samarbete med den privatägda elektroniska derivatmarknadsplatsen Intex (International Futures Exchange). Intex är lokaliserad på Bermudaöarna och bedriver i liten skala handel i vissa finansiella optioner och terminer. Telerate och Intex avser att gemensamt utveckla och marknadsföra automatiska avslutssystem.

Ytterligare ett antal privatägda informationsföretag av mindre storlek arbetar internationellt eller på enskilda marknader. I Schweiz har aktiebörserna och de största inhemska bankerna gemensamt bildat ett företag, *Telekurs* AG, för spridning av information om handeln på börserna och andra datatjänster.

För den internationella handeln i vissa obligationer har bildats ett självreglerande organ, *AIBD* (Association of International Bond Dealers) med hemvist i Schweiz och ett tusental medlemmar i ett 40-tal länder. Handeln har hittills tillgått på ungefär samma sätt som den svenska handeln i penningmarknadsinstrument med stöd av budgivning i dataterminaler och med avslut per telefon.

AIBD har nu genomfört utvecklingen av ett datoriserat system, kallat TRAX, för bekräftelse av de avslut som görs per telefon och för spridning av avslutsinformation. Därefter sker som tidigare leveranser via företagen Euroclear och Cedel (se nedan avsnitt 3.2.10.2). På längre sikt avses TRAX-systemet kunna förmedla terminsaffärer i obligationer i samarbete med LIFFE (London International Financial Futures Exchange) och CME (Chicago Mercantile Exchange). En koppling planeras också till det amerikanska handelsystemet NASDAQ.

Mellan flertalet av aktiebörserna inom EG-området har under flera år diskuterats upprättandet av ett gemensamt informationssystem kallat *IDIS* (Interbourse Data Information System). Avsikten har varit att förbinda handelsgolven vid de berörda börserna. I takt med de pågående förändringarna av handelstekniken har denna inriktning blivit föråldrad. Planerna ligger f n på is i avvaktan på en eventuell förändring av projektet så att i

stället berörda börsmedlemmar ansluts till ett gemensamt informationssystem. Även dessa planer har f.n. en oviss framtid.

De system som här har beskrivits har alla – i den mån de möjliggör elektronisk handel – samma grundläggande syfte som en traditionell börs, dvs att göra det möjligt att sammanföra anbud från ett stort antal värdepappersförmedlare. Men datatekniken har också gjort det möjligt för stora enskilda förmedlare att "internalisera" värdepappershandel i egna system, främst avsedda för att göra avslut på grundval av order från de egna kunderna. I London har två av börsens största medlemsföretag utvecklat sådana system som därmed konkurrerar med börsens system för automatiska avslut i mindre poster.

3.2.10.2 System för leveranser av värdepapper

En av flera nödvändiga förutsättningar för en fungerande internationell värdepappershandel är effektiva och säkra system för leveranser och likvidutväxling beträffande aktier och andra värdepapper. I Sverige sker detta dels decentraliserat mellan fondhandlarna, dels vid VPC. I flertalet andra länder sköts dessa funktioner i regel av börserna.

Vid Amsterdambörsen till exempel hanteras ca en tredjedel av de utländska aktieslagen inom det s k ASAS-systemet (Amsterdam Security Account System) som är kontobaserat och papperslöst.

Som exempel på en omfattande organiserad internationell aktieclearing skall här kort refereras de arrangemang som berör Londonbörsen. I juli 1986 etablerades en leveranslänk mellan London och Midwest Securities Clearing Corporation (MSCC) i Chicago genom vilken Londonbörsens medlemmar kan genomföra leveranser av amerikanska värdepapper. I oktober samma år skapades en länk med International Securities Clearing Corporation (ISCC) i New York. Genom denna kan amerikanska börsmäklare kopplas till Londonbörsens system för brittiska aktier. Motsvarande arrangemang finns med clearingföretag i Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland och Japan.

Inom den internationella värdepappershandeln arbetar också två privatägda företag. Euro-clear i Bryssel svarar för leveransclearing av omkring 30 000 transaktioner per dag. Clearingen avser vissa obligationer, aktier och ej standardiserade derivatinstrument. Euroclear ägs av ett stort antal större internationella banker och mäklarföretag som själva deltar i clearingen. Den dagliga driften handhas på kontraktsbasis av ett dotterbolag till den amerikanska banken Morgan Guaranty Trust Company.

Konkurrentföretaget Cedel i Luxemburg tillkom för att i första hand hantera obligationsaffärer mellan ett antal banker i Europa utanför Storbritannien. Ett hundratal finansiella institutioner är delägare och deltagare i clearingen.

Cedels och Euro-clears verksamhet expanderar även utanför Europa. Cedel har f.n. representationskontor i London, New York och Tokyo och Euro-clear i London, New York, Sydney och Tokyo

3.3 Vissa internationella organisationer

3.3.1 EG

Regeringen har i tilläggsdirektiv i juni 1988 uppmanat alla sittande statliga kommittéer att beakta utvecklingen inom EG. För en så internationaliserad verksamhet som värdepappershandeln är detta givetvis av en alldeles särskild betydelse. I bilaga 3 redovisas innehållet i EG:s direktiv och direktivförslag. I anslutning till våra överväganden och förslag på olika områden diskuteras betydelsen av EG:s arbete. Här skall därför endast en mycket summarisk redogörelse ges av EG:s arbete på detta område.

Redan år 1977 antog EG-kommissionen en rekommendation med vissa allmänna principer för värdepappershandeln för att därigenom skapa en effektiv och rättvis konkurrens mellan de olika nationella värdepappersmarknaderna. Denna rekommendation har följts av ett antal direktiv och direktivförslag.

Det första börsdirektivet från år 1979 innehåller minimiregler med avseende på villkoren för börsregistering av värdepapper. I det andra börsdirektivet från år 1980 anges vilken prospektinformation som minst skall lämnas då en emittent söker börsregistrering av värdepapper. Detta direktiv kompletterades år 1987 med bestämmelser om ömsesidigt erkännande av prospekt inom EG. Det tredje börsdirektivet från år 1982 upptar bestämmelser om löpande information från börsbolag.

Under år 1988 antogs ett direktiv med minimikrav i fråga om information till allmänheten vid förvärv eller avyttring av större aktieposter i aktiemarknadsbolag.

Slutligen har EG-kommissionen under år 1988 lagt fram fyra direktivförslag som ännu inte har behandlats i ministerrådet och som är av betydelse för vårt arbete. Ett tidigare förslag från år 1980 angående prospektkrav för icke börsregistrerade värdepapper som avses bli föremål för allmän handel har reviderats. Vidare har presenterats förslag till insiderregler, föreskrifter om fondkommissionsverksamhet och andra investeringstjänster och om vissa frågor i samband med offentliga uppköpserbjudanden, främst obligatorisk s k erbjudandeplikt vid större ägarskiften.

3.3.2 Övriga internationella organisationer

3.3.2.1 OECD

Inom den ekonomiska samarbetsorganisationen OECD som omfattar såväl EG-länderna som EFTA-staterna samt Australien, Canada, Japan och USA diskuteras utvidgad liberalisering av finansiella tjänster. Arbetet på detta område sker inom Committee on Financial Markets och Committee on Capital Movements and Invisible Transactions och syftar till att nå fram till bestämmelser som i princip blir bindande för medlemsländerna.

3.3.2.2 Europarådet

Europarådet antog i januari 1989 ett förslag till europeisk konvention om insiderhandel (se vidare kap. 12). Frågor av betydelse för värdepappersmarknaderna behandlas dock normalt inte av Europarådet.

3.3.2.3 Nordiska rådet

Inom ramen för det nordiska samarbetet diskuteras frågor av betydelse för vårt arbete i Nordiska rådet. Inför rådets 37:e session i Stockholm i början av år 1989 framlade Nordiska ministerrådet ett förslag till ekonomisk handlingsplan för åren 1989 – 1992 där även kapitalmarknaderna berörs. Handlingsplanen antogs av Nordiska rådet.

I beslutet heter det bland annat att de nordiska länderna bör införa etableringsfrihet för finansiella verksamheter från andra OECD-länder. Fondbörserna i de nordiska länderna bör föras närmare varandra varvid en sammankoppling av de olika informationssystemen anses vara ett betydelsefullt första steg. På längre sikt bör också noteringar och handel över de nordiska ländernas gränser bli möjliga. En förutsättning är att länderna accepterar att börsmäklarföretag får utföra tjänster utan geografiska hinder. Ministerrådet har aviserat att en analys kommer att göras av möjligheterna för ömsesidigt erkännande eller samordning av reglerna för börshandel och börsmäklare.

3.3.2.4 FIBV (Internationella börsfederationen)

Ett 30-tal av världens största aktiebörser har slutit sig samman i den internationella börsfederationen (Fédération Internationale des Bourses de Valeur – FIBV). Ursprunget är en år 1957 bildad organisation av olika europeiska fondbörser som under 1961 utvidgades till att bli en global federation i vilken successivt de flesta aktiebörser av betydelse har blivit medlemmar.

Inom FIBV pågår ett omfattande arbete inom olika arbetsgrupper i olika internationella samarbetsfrågor, bla rörande investerarskydd. Arbetet sker huvudsakligen genom påverkan på de olika nationella börserna och tillsynsmyndigheterna och på motsvarande internationella organisationer för bla tillsynsmyndigheter (IOSCO).

3.3.2.5 IOSCO

År 1974 bildades en sammanslutning för att stimulera samarbetet mellan tillsynsmyndigheter i Nord- och Sydamerika. Fr o m år 1986 utvidgades organisationen med tillsynsmyndigheter från alla delar av världen och den antog då namnet International Organisation of Securities Commissions (IOSCO). Numera är ett 30-tal myndigheter fullvärdiga medlemmar, bl a den svenska bankinspektionen. En rad fondbörser, bla Stockholms fondbörs, deltar som observatörer vid IOSCO:s årskonferenser.

Vid sidan om de årliga konferenserna sker IOSCO:s arbete i ett flertal arbetsgrupper. Tre permanenta kommittér behandlar regionala frågor för

Europa, Amerika resp. Asien.

En teknisk kommitté sysslar med internationella värdepapperstransaktioner inom sex olika arbetsgrupper. En arbetsgrupp studerar problem som sammanhänger med multinationella aktieemissioner och parallella noteringar på flera marknader. En annan arbetsgrupp samarbetar med internationella revisors- och redovisningsorganisationer för att skapa internationella normer för redovisning och revision i samband med multinationella aktieemissioner och parallella marknadsnoteringar. En tredje grupp diskuterar kapitaltäckningsfrågor för multinationella värdepappersförmedlare i samarbete med den sk Cooke-kommittén. En fjärde arbetsgrupp inventerar problem kring samarbete mellan tillsynsmyndigheter i olika länder och utarbetar standardavtal för sådant samarbete och informationsutbyte.

En femte arbetsgrupp identifierar tillsynsproblem i samband med den växande värdepappershandeln utanför etablerade marknadsplatser ("off-market or over-the-counter trading") som tenderar att ske utanför de nationella tillsynsmyndigheternas kontroll. En sjätte arbetsgrupp slutligen samarbetar med FIBV för att söka finna lösningar på internationella leveranser av värdepapper. Inom IOSCO:s kommittér studeras också problem som aktualiserades av den stora börsnedgången i oktober 1987.

En rad av de här nämnda frågorna diskuterades vid IOSCO:s senaste årskonferens som ägde rum i november 1988 i Melbourne. På programmet stod också frågor om insiderhandel, kursmanipulation och regler för företagsförvärv.

4 Utvecklingstendenser på värdepappersmarknaderna

4.1 Inledning

Kommitténs utredningsarbete har pågått i ett skede av intensiva förändringar på värdepappersmarknaderna i världen. Även i Sverige har utvecklingstakten varit hög. I detta kapitel ges en kortfattad men bred allmän översikt över de utvecklingstendenser som har kunnat skönjas i Sverige och i omvärlden under senare år och kan bedömas få betydelse för framtiden.

Ett utredningsarbete mitt i en intensiv utveckling medför vissa problem för en kommitté. Delvis återspeglas detta i våra direktiv. Under de drygt två år som kommittén har arbetat har regeringen utfärdat två tilläggsdirektiv som har gett oss i uppgift att ta ställning till lämplig organisation för options- och terminsmarknaderna i Sverige, bedöma effekterna för svensk del av den internationella börsnedgången i oktober 1987 resp. att beakta direktiv och övrig utveckling på området inom EG.

En beskrivning och analys av utvecklingstendenserna kan mot denna bakgrund omöjligen bli slutgiltig. Samtidigt torde kunna påstås att de tendenser som har beskrivits kommer att vara av stor betydelse för utvecklingen även under överskådlig tid framöver.

För att underlätta förståelsen av de allmänna tendenserna beskrivs dessa en och en. Framställningen blir då med nödvändighet schematisk och orsakssammanhangen överdrivet endimensionella. I själva verket hänger till exempel de tekniska framstegen, utvecklingen av nya finansiella instrument och internationaliseringen intimt samman. De möjligheter till ökad aktivitet över gränserna som datatekniken skapar leder i nästa steg till nya krav på tekniska lösningar osv. På motsvarande sätt sker till exempel utvecklingen av nya finansiella instrument i ett samspel mellan nya behov bland placerare och emittenter på marknaden och nya tekniska möjligheter.

I tilläggsdirektiv har regeringen uppdragit åt oss beskriva och analysera händelserna på värdepappersmarknaderna under och efter det stora internationella börsraset i oktober 1987. Den första delen av detta uppdrag redovisas i avsnitt 4.4, där en kort beskrivning lämnas av händelseförloppet och av de slutsatser som har dragits i vissa länder. Vi återkommer till kommitténs egna slutsatser och överväganden i kap. 5.

4.2 Allmänna tendenser

4.2.1 Teknisk utveckling

Den tekniska utvecklingen är utan tvivel den enskilda faktor som har haft och kommer att ha störst betydelse för utvecklingen på värdepappersmarknaderna. Inom alla områden har snabba förändringar kunnat realiseras med hjälp av databehandling och datakommunikation. Åtskilliga av de övriga utvecklingstendenserna på värdepappersmarknaderna hade i själva verket inte kunnat genomföras utan tillgång till modern datateknik, främst internationaliseringen och utvecklingen av vissa nya finansiella instrument som optioner.

På åtskilliga marknadsplatser sker värdepappershandeln numera helt eller delvis i datoriserade system. Information om köp- och säljkurser samt avslut sprids ögonblickligen (i s k realtid) till mottagare runt världen i stället för som tidigare med en större eller mindre tidseftersläpning. Därmed öppnas bättre möjligheter för aktörer på andra håll att följa variationerna i marknadsläget. På motsvarande sätt kan allt oftare order läggas in från kunder eller förmedlare i ett annat land.

Detta medför i sin tur att finansiella tjänster av olika slag som tidigare har förutsatt fysisk närvaro i ökande omfattning kan presteras från andra länder. Redan nu kan en enda värdepapperstransaktion beröra parter i två, tre eller ännu flera olika länder.

Även verksamheterna vid sidan av själva handelsplatsen har omvandlats i snabb takt. Registrering av värdepappersinnehav och -överlåtelser sker numera på många håll i datorsystem. Som ett svenskt exempel kan nämnas Värdepapperscentralen VPC som inrättades under år 1971. Under år 1990 planeras införandet av ett helt pappersslöst, kontobaserat system inom VPC.

Bland placerare och analytiker används datorsystem i stor omfattning för att analysera kursrörelser på kort och lång sikt, snabbt granska och bearbeta finansiell information från emittenterna av värdepapper och lämna köp- och säljuppdrag till förmedlare. När den sistnämnda funktionen har automatiserats genom datorer används i USA och Storbritannien ofta uttrycket program trading.

Uttryckt i ekonomiska termer har de tekniska framstegen allmänt sett medfört väsentligt lägre kostnader för bearbetning av information och genomförande av värdepapperstransaktioner, även om utvecklingstakten skiljer sig åt mellan länderna. Olikheter i transaktionskostnader påverkar i sin tur den relativa konkurrenskraften för olika marknader (med hänsyn tagen för avgifter till förmedlarna, kostnader för leveranser och ev. skatter av olika slag).

Utvecklingen av nya finansiella instrument som optioner och terminskontrakt skulle som nämnts inte ha kunnat genomföras utan datoriseringen. Till skillnad från värdepapper av konventionellt slag som aktier och obligationer skapas optioner och terminskontrakt i marknadsplatsens och clearingorganisationens datorer först sedan en transaktion genomförts och kan

inte existera utanför dessa.

Vid några enstaka aktiebörser genomfördes handel i datoriserade system redan i slutet av 1970-talet (med det s k CATS-systemet vid Torontobörsen som första exempel fr o m år 1977). Under mitten och slutet av 1980-talet har denna process skjutit fart. Under innevarande år används eller introduceras datoriserade handelssystem på aktiebörserna i de nordiska länderna, på flertalet håll i Europa och på de flesta börser av betydelse i andra världsdelar.

Parallellt med denna modernisering av traditionella aktiebörser har helt nya handelsplatser vuxit fram i form av helt eller delvis datoriserade optionsbörser och därtill knutna clearingorganisationer. De första terminskontrakten avseende värdepapper (obligationer o dyl) började handlas på Chicago Board of Trade (CBOT) resp. Chicago Mercantile Exchange (CME) under 1975. Options- och terminshandel har därefter successivt etablerats på en rad marknadsplatser i USA och övriga världen.

European Options Exchange (EOE) i Holland etablerades år 1978 som första optionsbörs i Europa. Denna har i Europa under senare år följts av bl.a. LIFFE i Storbritannien, OM i Sverige, Monep och Matif i Frankrike, SOM i Finland och SOFFEX i Schweiz.

Fram till den moderna teknikens insteg har värdepappershandel varit förbehållen börser och motsvarande marknadsplatser av traditionellt slag med förmedlare som sammanträffade i en börslokal. Upprättandet av optionsbörser utgör i detta avseende inget principiellt undantag. Under 1970- och 1980-talen har tekniken i hög grad undanröjt sådana fysiska begränsningar för anordnande av värdepappershandel. Datoriserade system för förmedling av information och sammanförande av köp- och säljanbud har därmed kunnat växa upp utanför marknadsplatserna. Handeln kan här ske i organiserad form eller bilateralt mellan enskilda mäklarfirmor.

Pionjär i denna typ av verksamhet har varit det brittiska informationsföretaget Reuters som med tiden har utvecklats till ett världsomspännande nät av f.n. 168.000 terminaler som ger tillgång till ögonblicklig information från ett mycket stort antal marknadsplatser.

Reuters aktiviteter baseras huvudsakligen på handeln i utländsk valuta och i räntebärande värdepapper medan aktierelaterad verksamhet står för ca en femtedel av företagets totala intäkter. I Sverige har Reuters bland annat förmedlat köp- och säljkurser till ledning för en telefonhandel i räntebärande värdepapper allt sedan handeln i denna form påbörjades år 1981.

Den amerikanska fondhandlareföreningen (NASD, National Association of Securities Dealers) lanserade år 1971 ett datoriserat handelssystem, NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). Systemet har med åren vuxit till att bli världens tredje största värdepappersmarknad med ca 4.500 företags aktier noterade.

Även på andra håll har datoriserade handelssystem utvecklats utanför de etablerade handelsplatserna. Ett exempel på sådana är Instinet (numera ägt av Reuters).

4.2.2 Internationalisering

4.2.2.1 Allmän bakgrund

Internationell värdepappershandel och finansiering har förekommit i flera sekler. Under 1970- och 1980-talen har värdepappersmarknaderna i världen knutits samman i snabbt ökande utsträckning och i former som delvis har varit okända tidigare. Nya behov har uppstått av kontakter mellan olika nationella marknader genom bland annat de finansiella obalanserna i världsekonomin efter 1970-talets ekonomiska kriser och näringslivets allmänna internationalisering. Tidigare legala hinder som valutaregleringar har i hög grad avvecklats. Den tekniska utvecklingen har som tidigare nämnts skapat praktiska möjligheter att i olika avseenden koppla samman verksamheter på olika marknader.

I den fortsatta beskrivningen av internationaliseringen av värdepappersmarknaderna kan man förenklat tala om flera olika typer av skeenden – även om några tydliga gränser inte kan dras upp.

4.2.2.2 Internationaliserade hemmamarknader

Förekomsten av utländska värdepapper, kunder och förmedlare på enskilda, nationella marknader har successivt ökat överallt i de västliga industriländerna.

Ett viktigt inslag i denna utveckling är emissioner av värdepapper i ett annat land än emittentens hemland. Motiven för sådana emissioner kan vara flera:

- finansieringsbehov för den egna verksamheten i det aktuella landet
- önskan att utnyttja en attraktiv kapital- och/eller andrahandsmarknad
- strävan efter att förstärka företagets identitet på en viktig avsättningsmarknad

Principiellt är sådana emissioner och övrigt utländska inslag av okomplicerad natur. De utländska deltagarna arbetar normalt inom ramen för värdlandets institutioner och regler och medför därför inte någon kvalitativ förändring av den berörda nationella värdepappersmarknaden. Emissioner och värdepappershandel sker i dessa fall enligt samma regler som för inhemska aktörer. I princip föreligger inga svårigheter att definiera var olika aktörer hör hemma eller var en viss transaktion har skett och därmed vilka regler som är tillämpliga.

4.2.2.3 Gränsöverskridande verksamhet

Nästa steg i internationaliseringsprocessen är uppkomsten av vad som kan kallas gränsöverskridande verksamhet. Även om i och för sig all verksamhet med internationell anknytning i någon mening är gränsöverskridande, avses här en mer mångfacetterad typ av verksamhet där anknytningen till ett visst land är mindre utpräglad eller till och med mycket svår att avgöra.

Gränsöverskridande verksamhet kan avse en eller flera av värdepappersmarknadernas olika delfunktioner som informationsspridning, marknadsplatser, mäklarverksamhet m m. I det följande lämnas några exempel på de två förstnämnda företeelserna. (Betr. mäklarverksamhet se avsnitt 4.2.4 nedan.)

Mellan fondbörser i olika länder förekommer eller planeras organiserad överföring på elektronisk väg av information om kursnoteringar och handeln i övrigt. Avsikten är i dessa sammanhang att lämna information "för kännedom" till de egna medlemmarna, inte att direkt möjliggöra för dem att delta i handeln på andra börser.

Mellan det amerikanska elektroniska handelssystemet NASDAQ och Londonbörsen etablerades i april 1986 ett utbyte av kursinformation för ett stort antal aktier från de två marknaderna. Projektet var det första i sitt slag mellan de europeiska och amerikanska marknaderna. Enligt planerna skall samarbetet utvidgas till att gälla även avsluts- och bekräftelsefunktioner. Ur tillsynssynpunkt möjliggörs detta av att NASDAQ i juni 1988 av den engelska tillsynsorganisationen SIB fick status som s k Recognized Investment Exchange. (Betr. NASDAQ se avsnitt 4.2.1 ovan.) Ett liknande utbyte av kursinformation pågår sedan 1989 mellan Oslo börs och Stockholms fondbörs.

Utbyte av information om handeln kan sägas vara en passiv form för sammankoppling mellan olika marknadsplatser. En mer aktiv metod är olika arrangemang för att möjliggöra deltagande i handeln på en marknadsplats för värdepappersförmedlare från en annan. Som exempel kan nämnas att det, utöver det nyss nämnda informationsutbytet mellan NASDAQ och Londonbörsen, finns vissa andra förbindelser mellan dessa båda handelsplatser. NASDAQ har ca 80 medlemmar i London, varav ett dussin har direktanslutning via terminal till NASDAQ. Ett 30-tal olika aktier noteras på båda marknadsplatserna.

En annan form för närmande mellan marknader i olika länder är utsträckt öppethållande för att möjliggöra för förmedlare i en annan tidszon att handla på en viss handelsplats. Philadelphiabörsen i USA har förlängt sitt öppethållande med ett kvällsskift (till kl. 23 lokal tid) för att kunna förmedla handel i vissa valutaoptioner och -terminer till kunder i Fjärran Östern under kontorstid där. För att nå europeiska aktörer har fr o m början av år 1989 införts ett morgonpass (lokal tid). Liknande arrangemang förekommer vid optionsbörsen Chicago Board of Trade (CBOT). NASDAQ har aviserat planer på att fr.o.m. början av år 1990 starta dagens handel i europeiska aktier redan kl. 4 lokal tid för att kunna betjäna förmedlare i Europa.

I viss utsträckning förekommer också mer långtgående sammankopplingar av marknadsplatser i skilda länder. Några av de första sammankopplingarna mellan aktiebörser har etablerats i Nordamerika, nämligen mellan Torontobörsen och American Stock Exchange i New York (1985) resp. Midwest Stock Exchange i Chicago (1986).

I något fler fall har länkar upprättats mellan marknadsplatser för options-

och terminshandel i olika länder. Den såvitt bekant första internationella förbindelsen mellan två marknadsplatser överhuvudtaget upprättades år 1984 mellan Chicago Mercantile Exchange (CME) och Singapore International Monetary Exchange (Simex) för handel i terminskontrakt på Eurodollar. Mellan Sydney Futures Exchange i Australien och engelska LIFFE (London International Financial Futures Exchange) har sedan oktober 1986 förelegat en länk som möjliggjort för mäklare i Sydney att handla i två av LIFFE:s terminskontrakt på amerikanska statsobligationer resp Eurodollar. En motsvarande förbindelse har upprättats mellan Sydney och råvarubörsen Commodity Exchange i New York för handel i guldterminer.

Handelsförbindelser av den beskrivna typen har hittills utnyttjats i mycket liten omfattning. I oktober 1988 meddelades att Torontobörsens båda länkar skulle avbrytas då de hade blivit mycket sparsamt utnyttjade. I april 1989 upphörde handeln tills vidare på Sydney Futures Exchange i LIFFE-kontrakt. Enligt uppgift har även handelsvolymerna i de av samarbetet mellan (CME) och Singapore International Monetary Exchange (Simex) berörda värdepapperen hittills varit mycket små.

I början av januari 1989 träffades en överenskommelse mellan den holländska derivatbörsen EOE (European Options Exchange) och den svenska motsvarigheten SOFE om ett långtgående samarbete. Överenskommelsen fullföljdes dock aldrig (varefter SOFE beslutade att upphöra med sin verksamhet).

4.2.2.4 Övernationella marknader

Ytterligare ett utvecklingssteg representeras av skapandet av övernationella handelssystem eller marknader utan direkt anknytning till nationella verksamheter.

Den första övernationella marknaden av detta slag utgjordes av den s k Eurobondmarknaden för handeln i vissa obligationer. För denna handel har bildats ett självreglerande organ, AIBD (Association of International Bond Dealers) med hemvist i Schweiz och ett tusental medlemmar i ett 40-tal länder. Handeln har hittills tillgått på ungefär samma sätt som den svenska handeln i penningmarknadsinstrument med stöd av budgivning i dataterminaler och med avslut per telefon.

Eurobondmarknaden anses ha uppkommit som en reaktion på vissa skatte- och andra regler i några av de dominerande länderna. På marknaden har främst emitterats obligationer av stater och vissa mycket stora internationella företag via en liten grupp stora banker till professionella placerare. Behovet av mer formaliserade regelverk har även bland tillsynsmyndigheter bedömts vara litet, bland annat av det skälet att emittenterna allmänt sett har varit reglerade i sina hemländer.

AIBD har nu genomfört utvecklingen av ett datoriserat system, kallat TRAX, för bekräftelse av de avslut som görs per telefon och för spridning av avslutsinformation. Därefter sker som tidigare leveranser via företagen Euro-clear och Cedel (se vidare kap. 3). På längre sikt avses TRAX-

systemet kunna förmedla terminsaffärer i obligationer i samarbete med LIFFE (London International Financial Futures Exchange) och CME (Chicago Mercantile Exchange). En koppling planeras också till det amerikanska handelssystemet NASDAQ.

AIBD har av den engelska tillsynsmyndigheten SIB erhållit status som "Designated Investment Exchange". Praktiskt uppges detta innebära att AIBD undantas från delar av den engelska lagstiftningen.

En annan typ av internationell handel sker inom ramen för olika datoriserade informationsföretag. I Reuters USA-baserade dotterbolag Instinet som förvärvades under 1987 handlas ca 10.000 amerikanska och brittiska värdepapper. Instinetföretag är medlemmar av sju amerikanska marknadsplatser, Torontobörsen, Londonbörsen och European Options Exchange i Amsterdam. Systemet har ca 1.000 anslutna terminaler och används huvudsakligen för större blockorder.

Stor uppmärksamhet har internationellt ägnats planerna på ett samarbete mellan CME (Chicago Mercantile Exchange) och Reuters kring ett gemensamt handelssystem, kallat "Globex". Systemet skall med utnyttjande av Reuters datorsystem möjliggöra handel i vissa av CME:s instrument under tider då CME har stängt (kl. 15.15 – 07.00 Chicagotid). Enligt företrädare för CME blir detta premiär för dygnet-runt-handel på en och samma marknadsplats.

Enligt hittills kända planer skall affärsverksamheten starta i december 1989. Handeln skall till att börja med gälla Eurodollar- och andra valuta-"futures" och -optioner samt räntederivat. I starten planerar man att ansluta förmedlare i London, New York och Chicago, senare även från den europeiska kontinenten och Fjärran Östern. Kunden får lämna sin order till en "clearing member" som sedan lägger in den i Globex. Clearing sker sedan efter avslutet i samma ordning som för CME:s golvhandel, dvs på CME Clearing House.

I överenskommelsen mellan CME och Reuters sägs också att systemet skall kunna öppnas för andra handelsplatser, förutsatt att deras instrument inte konkurrerar med CME:s. Överläggningar har förekommit med råvarubörsen Nymex (New York Mercantile Exchange), Sydney Futures Exchange, Matif i Frankrike och LIFFE i Storbritannien. I slutet av maj 1989 påbörjade CME och CBOT diskussioner för att förena sina två planerade konkurrerande system, Aurora resp. Globex. Det var ännu i september oklart vilka konsekvenser dessa diskussioner kan komma att få.

Den amerikanska tillsynsmyndigheten CFTC har i februari 1989 godkänt planerna på Globex. Anslutning av marknadsplatser i främmande länder kräver både godkännande av CFTC och normalt även resp. lands myndigheter. I Storbritannien har Globex under augusti 1989 erhållit godkännande som s k overseas exchange.

I mars 1989 offentliggjordes planer på ett motsvarande samarbete för elektronisk handel mellan Reuters, dess dotterbolag Instinet samt de nordamerikanska marknadsplatserna Chicago Board Options Exchange (CBOE) och Cincinnati Stock Exchange. Informationsföretaget Telerate

har träffat en principöverenskommelse med derivatbörserna LIFFE i London och CBOT i Chicago om utnyttjande av Telerates terminalsystem för orderläggning. Även i dessa fall fordras enligt uppgift godkännande av resp. tillsynsmyndighet.

4.2.2.5 Övrigt

Framväxten av internationell värdepappershandel har konsekvenser för utveckling, tillämpning och övervakning av regelverk. I princip är frågeställningarna oförändrade: hur skall man kunna åstadkomma en sund och effektiv marknad där de medverkande följer allmänt accepterade regler? De praktiska problemen i detta sammanhang får dock en ny dimension. Motsvarande gäller system och regler för leveranser och likvider i samband med internationella värdepappersaffärer.

4.2.3 Nya värdepapper och finansiella instrument

Värdepappershandel har i sekler berört i huvudsak två typer av värdepapper, aktier resp. obligationer m fl slag av räntebärande instrument. Vissa mellanformer har även utvecklats under 1900-talet som konvertibla skuldebrev, vinstandelslån etc. Inom alla dessa områden har ett omfattande nyskapande pågått under de senaste åren.

Stora delar av näringslivets kreditförsörjning har traditionellt skett i form av banklån etc. Både i Sverige och internationellt har en omsvängning skett till upplåning via marknadsnoterade värdepapper i stället för direkt hos bank eller annat kreditinstitut. Denna process benämns i internationella sammanhang "securitization", på svenska ungefär "värdepapperisering" eller "börsifiering".

Fr o m 1970-talets första år har också helt nya slag av finansiella instrument sett dagens ljus med början i USA. Efter mönster från den terminshandel i råvaror och jordbruksprodukter som har förekommit i såväl USA och Europa sedan 1800-talet har handel i optioner och terminskontrakt på finansiella tillgångar påbörjats och fått en stor utbredning.

Även inom handeln med optioner och terminskontrakt sker en snabb internationalisering. Vid till exempel LIFFE (London International Financial Futures Exchange) förekommer handel i terminskontrakt avseende amerikanska, japanska och västtyska statsobligationer. I det sistnämnda fallet sker handeln enbart i London medan motsvarande marknad på grund av legala hinder inte har kunnat etableras i Förbundsrepubliken Tyskland.

En annan företeelse som bör omnämnas är uppkomsten av s k OTC-handel i optioner och terminer. Med detta avses handel i icke-standardiserade instrument som tillhandahålls av en enskild förmedlare och som i regel faller utanför regleringen av marknadshandel i standardiserade instrument. Vissa bedömare anser att tillväxten i framtiden framför allt kommer att avse icke-standardiserade instrument som kan "skräddarsys" för den individuella kundens behov med till exempel större valfrihet i fråga om lösenpris,

löptid och/eller underliggande värdepapper. Sådan handel förekommer numera även i Sverige.

Under senare år har i viss omfattning också skapats s k syntetiska värdepapper eller finansiella instrument. Med detta avses antingen kombinationer av befintliga värdepapper eller derivatinstrument (optioner eller terminer) som är konstruerade för att uppvisa vissa egenskaper. Här kan några svenska exempel anföras.

Ett svenskt försäkringsbolag kunde av legala skäl inte emittera konvertibla skuldebrev men hade önskemål att kunna låta de anställda teckna ett värdepapper med konvertiblens egenskaper. Detta löstes genom att personalen dels fick förvärva en köpoption på aktier i bolaget, dels teckna ett räntebärande skuldebrev. Ett annat exempel: Optionsbörsen OM planerade i början av 1989 att skapa ett alternativ till de konventionella ränteoptionerna och -terminerna som utfärdas med en viss emitterad obligation som underliggande värde. Avsikten var att basera de nya instrumenten på vissa beräknade värden som inte motsvarades av någon faktisk obligation.

4.2.4 Förmedlare och liknande institut

Bland förmedlarna av värdepapper kan flera olika utvecklingsförlopp iakttas. Här ges en mycket kortfattad allmän redogörelse. (I kap. 3 lämnas vissa ytterligare uppgifter om förändringarna i några av de viktigaste enskilda länderna.)

Nya institut har tillkommit. Delvis fyller dessa nya funktioner på marknaden. Ett exempel som även har kunnat iakttas i Sverige är företag som förmedlar värdepappersaffärer enbart mellan andra yrkesmässiga förmedlare, s k interbankmäklare (i Sverige något oegentligt benämnda brokers).

Regelverken har förändrats på vissa marknader. Därmed har befintliga företag fått delvis nya arbetsbetingelser. I en rad länder har förmedling av värdepapper och börsmedlemskap traditionellt förbehållits vissa specialiserade mäklarföretag medan bland andra affärsbanker har varit utestängda från sådan verksamhet. Ägandet i dessa mäklarföretag har varit kringgärdat med restriktioner. Under andra halvan av 1980-talet har dessa s k mäklarmonopol avskaffats i flertalet länder i Europa med den s k Big Bang i Storbritannien i oktober 1986 som mest kända exempel. Några andra berörda länder är Belgien, Danmark, Frankrike och Spanien.

Förmedlarbranschen har internationaliserats genom etableringar på nya marknader och i delvis nya former. Genom den nyss nämnda avregleringen har mäklarföretag i flera länder tillåtits ha utländska ägare. Takten i etablerandet av utlandsägda förmedlarföretag har tidvis varit hög. Även tillhandahållandet av mäklartjänster i ett annat land utan egen etablering där förekommer i ökande utsträckning. Som exempel kan nämnas att diskussioner enligt uppgift pågår inom Londonbörsen om att medge medlemskap för mäklarföretag utan fysisk närvaro i London.

Branschglidning. Slutligen har gränsen mellan olika typer av värdepappersförmedlare och andra leverantörer av finansiella tjänster (försäkrings-

bolag, finansbolag, affärsbanker m fl) börjat luckras upp, ett fenomen som brukar benämnas branschglidning.

4.2.5 Avreglering

Ytterligare en generell faktor på världens värdepappersmarknader under senare år har varit slopandet av vissa regleringar, en process som brukar benämnas avreglering. De områden som har berörts av avreglering är i huvudsak två: valutabestämmelser och regler för tillträde till marknaderna. Det bör dock noteras att andra områden snarast kännetecknas av ökad reglering (se vidare nedan, avsnitt 4.2.7).

Valutareglering. I flera länder har inhemska placerares förvärv av utländska värdepapper och omvänt varit beroende av centralbankens godkännande eller helt förbjudna. Gradvis har denna typ av restriktioner avvecklats. Här kan nämnas Storbritannien och Norge. Även i Sverige har den reglering som har gällt sedan andra världskriget successivt borttagits.

Regler för tillträde till marknaderna. Som nämnts ovan i avsnitt 4.2.4 har gamla restriktioner för tillträde till marknadsplatser, ägande i mäklarföretag etc avvecklats i en rad länder.

4.2.6 Ökad aktivitetsnivå

Gemensamt för flertalet värdepappersmarknader av betydelse i världen har varit en mycket betydande ökning av volymen i alla avseenden under 1980-talet. Några allmänekonomiska orsaker har tidigare antytts, bland annat näringslivets allmänna expansion och de finansiella obalanserna i världsekonomin efter 1970-talets ekonomiska kriser.

En allt större del av näringslivet i många länder är börsnoterad direkt eller indirekt. Särskilt på två områden har börserna tillförts nya placeringsobjekt.I länder som Frankrike, Nederländerna och Storbritannien, men även i Finland och Sverige, har tidigare helt statsägda företag börsintroducerats. Dessutom har nya möjligheter öppnats för mindre och medelstora, ofta familjeägda företag, att erhålla nytt kapital från organiserade marknader.

På placerarsidan har kapital tillskjutits från delvis nya håll som pensionssparande i privat eller offentlig regi. Utländska aktieköpare har blivit allt viktigare. Allmänhetens sparkapital har i ökande utsträckning tillförts aktiemarknaden genom bland annat tillväxten av aktiefonder och liknande kollektiva sparformer.

I mellanledet mellan företag och placerare, dvs bland banker, mäklare och andra förmedlare, har volymtillväxten varit kraftig och nya inslag har tillförts marknaden.

Sammantaget har den här skisserade utvecklingen medfört dels en kraftig volymökning på såväl primär- (emissions-) som andrahandsmarknaderna, dels en ökad professionalisering på alla håll.

Några mätbara tecken på förloppet är följande:

- kraftigt ökade emissionsvolymer
- stigande omsättning på aktiebörserna, såväl i absoluta som i relativa tal
- en i förhållande till 1970-talet mycket hög kursuppgång på många marknader

Mellan volymökningen och professionaliseringen råder en växelverkan. Den ökade aktiviteten har framtvingat fler och kunnigare anställda hos de medverkande parterna. Samtidigt har till exempel placerarna för att förbättra avkastningen på sina tillgångar och emittenterna för att sänka sina kapitalkostnader i högre utsträckning än tidigare varit aktiva på marknaderna.

Ett särskilt inslag i utvecklingen under 1980-talet har varit den i många länder starkt höjda frekvensen av uppköp av börsnoterade företag. Frågor om orsaker till och effekter av denna process faller utanför vårt uppdrag (men utreds av bland annat ägarutredningen). Här kan konstateras att uppköpsaktiviteten på marknaderna har bidragit till att förstärka volymen på värdepappersmarknaderna. Samtidigt har i många fall brister i regelverk och tillsyn uppmärksammats, bland annat i samband med insiderhandel och bristande minoritetsskydd (se vidare närmast avsnitt 4.2.7 nedan).

Den nu beskrivna ökningen av aktiviteten på värdepappersmarknaderna har skett parallellt med de tidigare nämnda förändringarna avseende handelsteknik, informationsspridning, internationalisering etc. Även här är det omöjligt att göra bestämda uttalanden om orsak och verkan. Nya behov hos näringslivet har till en del gjort vissa förändringar på värdepappersmarknaderna nödvändiga. Samtidigt har utvecklingen på marknaderna sannolikt bidragit till att stimulera tidigare okända eller mindre vanliga åtgärder från näringslivets sida.

4.2.7 Debatt och utveckling på regleringsområdet

Den allmänna debatten om konstaterade eller påstådda missförhållanden har varit livlig i flertalet aktuella länder under senare år. Ingen marknad av betydelse har varit förskonad från "skandaler" av ett eller annat slag.

I USA har flera mycket kända och framgångsrika personer dömts för insiderbrott, kursmanipulation eller andra värdepappersmarknadsbrott. Till de mest uppmärksammade fallen hör Ivan Boesky och Michael Milliken (den senare f.n. föremål för rättegång). I Frankrike och Storbritannien har uppmärksammade insiderutredningar genomförts. I Japan har tilldelningen av aktier till ledande politiker och statstjänstemän vid en viss börsintroduktion medfört en offentlig skandal.

Ett annat internationellt debatterat problemområde är otillbörligt beteende av mäklare och andra förmedlare. Otillräckliga spärrar mot informationsöverföring mellan bankverksamhet, rådgivning och mäkleri inom vissa stora internationella finanshus är ett exempel. I januari 1989 avslöjade den federala polisen vad som anses vara ett omfattande missbruk vid op-

tions- och termins-börserna i Chicago där vissa mäklare i maskopi påstås ha tillskansat sig betydande vinster på kundernas bekostnad.

Andra typer av bedrägliga förfaranden har konstaterats utanför de reguljära marknaderna. I såväl USA och vissa länder i Europa har icke auktoriserade "mäklare" salufört mer eller mindre värdelösa aktier direkt till kunder.

Tidigare har nämnts att antalet företagsuppköp har ökat mycket kraftigt. I några sammanhang har ifrågasatts om skyddet mot kursmanipulation och minoritetsförtryck har varit tillräckligt.

Regelverken i åtskilliga länder har genomgått omfattande förändringar under senare år. Delvis har detta framtvingats som en anpassning till förändrade förhållanden på marknaderna. En annan orsak har varit en strävan att genom ändrad lagstiftning påskynda en modernisering av värdepappershandeln. Slutligen har också de ovan nämnda missförhållandena och debatten starkt bidragit till regeländringar på många områden.

Helt ny börs- och eller värdepapperslagstiftning har genomförts eller är på väg att genomföras i ett flertal länder, bland andra Belgien, Frankrike, Spanien, Storbritannien och de nordiska länderna. Inom de flesta andra länder har mindre genomgripande regeländringar införts. Av speciell betydelse är det samordningsarbete som bedrivs inom EG. Ett flertal direktiv eller direktivförslag har utfärdats under 1980-talet.

Internationaliseringen av värdepappersmarknaderna har ställt lagstiftare och tillsynsmyndigheter världen över inför nya problem. Särskild uppmärksamhet har i detta sammanhang ägnats åt den kraftiga och samtidiga börsnedgången i oktober 1987.

Två huvudtendenser kan skönjas i de mellanstatliga relationerna på detta område. Ett samarbete mellan olika tillsynsmyndigheter har börjat byggas upp, dock huvudsakligen bilateralt snarare än multilateralt. I vissa avseenden genomförs å andra sidan lättnader i regleringen av vissa större internationellt verksamma emittenter.

Initiativ till bilateralt tillsynssamarbete har huvudsakligen tagits av den amerikanska Securities and Exchange Commission (SEC). Här ges några exempel. Mellan SEC och vissa amerikanska börser å ena sidan och den engelska tillsynsmyndigheten (Securities and Investment Board (SIB), centralbanken Bank of England och vissa engelska självreglerande organ å den andra har träffats en överenskommelse om tillsynen över mäklarfirmor. Enligt denna uppgörelse skall brittiska organ förlita sig på amerikansk tillsyn i vissa avseenden över amerikanska firmor med verksamhet i Storbritannien. S k Memoranda of Understanding om ömsesidigt bistånd har slutits mellan SEC och tillsynsmyndigheter i Brasilien, Canada, Japan och Schweiz. De mest långtgående avtalen har träffats med Brasilien och Canada. Båda parter har åtagit sig att erbjuda största möjliga bistånd i undersökningar och att, där det är nödvändigt, använda tvångsmedel för att erhålla information.

Vad gäller tendensen till vissa lättnader i regleringen kan följande nämnas. Önskemål har under de senaste åren framförts från två amerikanska

marknadsplatser om ytterligare lättnader i bestämmelserna för vissa transaktioner med internationell anknytning. American Stock Exchange (Amex) föreslog under år 1987 det s k Situs-systemet (System for Institutional Trading of Unregistered Securities). Ett motsvarande förslag från NASDAQ går ut på att skapa PORTAL (Private Offerings and Reciprocal Trading through Automated Linkages). I båda fallen är syftet att öppna möjligheter för handel i oregistrerade värdepapper utan att emittenterna underkastas de omfattande amerikanska kraven på informationsgivning. Avsikten är att dessa möjligheter skall förbehållas värdepapper utgivna av stora och förstklassiga företag och avsedda för vissa större institutionella placerare. Under oktober 1988 har SEC framlagt förslag till nya regler som väntas bli stadfästa under slutet av 1989. Enligt dessa skulle värdepapper emitterade av utländska (och amerikanska) företag få emitteras som s k private placement till större amerikanska institutioner utan krav på registrering hos SEC. Som större institution skulle räknas sådana med tillgångar över 100 milj dollar. Förslaget anses dock huvudsakligen innebära en kodifiering av nuvarande praxis och inte öppnandet av nya marknader i USA.

4.3 Sammanfattande och jämförande översikt

4.3.1 System för aktiehandel

Vid några enstaka aktiebörser genomfördes handel i datoriserade system redan i slutet av 1970-talet. Under mitten och slutet av 1980-talet har denna process skjutit fart. Under 1989 används eller introduceras datoriserade handelssystem på aktiebörserna i de nordiska länderna, på flertalet håll i Europa och på de flesta börser av betydelse i andra världsdelar. I flertalet behandlade länder har datoriseringen samtidigt inneburit en övergång från ett formaliserat auktionsförfarande under några få timmar och med en betydande handel utanför börsen till kontinuerlig handel. Allmänhetens och värdepappersförmedlarnas möjligheter att följa handeln har därmed kraftigt förbättrats.

Utvecklingen mot elektronisk handel har medfört visa andra konsekvenser av betydelse. I de länder som av tradition har haft börshandeln spridd på flera marknadsplatser kan påtagliga koncentrationstendenser iakttas i form av gemensamma system för informationsspridning eller annat samarbete. I vissa länder har genomförts eller planeras ett regelrätt samgående mellan konkurrerande marknadsplatser. Detta är fallet i bland annat Australien, Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland och Schweiz.

Genom de tekniska framstegen har möjligheter också öppnats för börsverksamhet i regi av privatägda företag. Här kan nämnas de tidigare relaterade företagen Reuters, Telerate och Transvik samt OM med närstående bolag.

4.3.2 Aktiebörsernas karaktär

Aktiebörserna i världen är så gott som undantagslöst organiserade som privaträttsliga sammanslutningar av värdepappersförmedlare och där börsen som sådan saknar självständigt kommersiellt syfte. Börsmonopol finns så vitt känt bara i Sverige och Danmark.

En faktor av stor betydelse för en aktiebörs utveckling är förhållandet mellan marknadsplatsen och dess medlemmar. I regel domineras börsernas ledningar av medlemmarna med vissa inslag av representanter för allmänna intressen.

Vissa tecken tyder dock på att börsernas karaktär delvis är på väg att förändras. Skeendet i London under senare år är ett belysande exempel som kan vara av intresse för bedömningar av det framtida händelseförloppet i andra länder som nu genomför eller förbereder liknande förändringar. Före de omfattande förändringar i oktober 1986 som brukar sammanfattas i uttrycket "Big Bang" var Londonbörsen en stark organisation bestående av en rad små och kapitalsvaga medlemsföretag. Numera är medlemsföretagen till stor del mycket stora internationella finanshus med verksamhet på många marknadsplatser och med väl utvecklade interna datasystem. Börsens inflytande förefaller ha minskat i motsvarande mån. Ett tecken på detta är de förändringar i februari 1989 av rapporteringsreglerna till börsen som beskrevs ovan. Ett annat är konkurrensen mellan börsens och några stora mäklarfirmors system för automatisk handel i mindre aktieposter (se vidare avsnitt 3.2.5.1 ovan).

Även på andra håll i världen kan man iaktta en dragkamp mellan organiserade marknadsplatser och inofficiell handel utanför marknadsplatserna i regi av enskilda banker och mäklarfirmor.

Uppkomsten av stora internationella informationsföretag har också betydelse för aktiebörsernas framtida verksamhetsförutsättningar. Det framväxande samarbetet mellan vissa börser och olika informationsföretag och utvecklingen i övrigt medför att gränserna allt mer suddas ut mellan dessa båda verksamhetstyper. Här kan till exempel erinras om att informationsföretagen Reuters och Telerate utvidgar sin rörelse till att omfatta även avslut i värdepappershandeln. Londonbörsens direkta medverkan i handeln har däremot tunnats ut genom övergången till telefonhandel efter "Big Bang" 1986.

Med en viss förenkling kan man idag påstå att skillnaden mellan en börs och ett informationsföretag i huvudsak gäller två områden: Börser kringgärdas – till skillnad från informationsföretagen – av ett i nationell lag förankrat regelverk och de saknar självständigt vinstintresse.

4.3.3 Övrig värdepappershandel

De första terminskontrakten avseende värdepapper (till en början obligationer o dyl) började handlas på marknadsplatserna i Chicago under mitten av 1970-talet. Options- och terminshandel har därefter successivt etablerats på

en rad marknadsplatser i USA och övriga världen.

Numera förekommer organiserad options- och terminshandel på de flesta nationella värdepappersmarknader av betydelse. Sedan slutet av 1970-talet har omfattande sådan handel bedrivits i USA, Storbritannien och Nederländerna. Under de senaste åren har handel – förutom i Sverige – påbörjats i de flesta europeiska länder, bland andra Danmark, Finland, Frankrike, Irland, och Schweiz samt därutöver i bland andra Australien, Hongkong, Japan och Nya Zeeland. Långt framskridna kända planer finns f.n. i bland andra Belgien, Norge, Spanien och Förbundsrepubliken Tyskland. Därmed saknas i Västeuropa och i de viktigare utomeuropeiska länderna sådan handel eller kända planer endast i några få länder, främst Italien.

Även inom handeln med optioner och terminer sker en påtaglig övergång till elektronisk handel av olika utseende. Inom denna del av värdepappersmarknaden har flera initiativ tagits till långtgående samarbete mellan dels aktiebörser och optionsbörser, dels marknadsplatser av konventionellt slag och privatägda informationsföretag.

Förhållandena inom handeln med optioner och terminer (derivatinstrument) varierar i större utsträckning än inom handeln med aktier. Exempel finns både på fristående derivatbörser och sådan handel som sker vid aktiebörser. Till de största fristående marknadsplatserna hör de tre ovan nämnda i Chicago, London International Financial Futures Exchange (LIFFE), European Options Exchange (EOE) i Amsterdam och OM i Sverige. Vid de stora aktiebörserna i London, New York, Paris, Tokyo m fl sker en omfattande handel i främst aktieoptioner och -terminer.

Flertalet derivatmarknadsplatser drivs i traditionell form, dvs som medlemskontrollerade organisationer utan vinstintresse för marknadsplatsen. Under senare år har flera privatägda aktiebolag etablerats som syftar till att driva verksamheten med vinst i detta led.

Vi kan också konstatera att våra tre nordiska grannländer har stannat för var sin lösning. I Danmark har man valt att utsträcka börsmonopolet även till dessa instrument och förbehålla fondbörsen ensamrätt till handeln. I Finland har införts ett generellt regelsystem som inte förhindrar privat ägande och vinstinriktning. I Norge har statsmakterna stannat för en kompromiss genom att framtvinga ett samarbete mellan ett privatägt, vinstinriktat bolag och en fondbörs, enligt nu aktuella planer Oslo Börs.

Också den organisatoriska uppbyggnaden av clearingfunktionen varierar mellan olika länder. Huvudsakligen förekommer dock clearingbolag som är formellt fristående från handeln men som ägs av en eller flera börser.

4.3.4 Regelverk och tillsyn

Av översikten i detta kapitel har framgått att regleringen av de nationella värdepappersmarknaderna i huvudsak följer två modeller, lagstiftning resp. självreglering, eller snarare olika blandningar mellan dessa två modeller.

I många länder har nyligen genomförts eller förbereds omfattande förändringar av regelverket. Gemensamt för de flesta av dessa synes vara en

ökad tonvikt på lagstiftning och en förstärkning av den statliga tillsynens roll. Därutöver sker en kontinuerlig översyn av stort och smått på praktiskt taget alla marknader.

4.3.5 Allmänt

En röd tråd i förändringarna på alla värdepappersmarknader är förbättrad informationsspridning. Detta medför i sin tur indirekta effekter, ökat intresse för placeringar i utländska värdepapper generellt och utvidgad handel med ett visst lands aktier på utländska marknadsplatser.

Å andra sidan pekar olika internationella studier på att globaliseringen av värdepappersmarknaderna kan komma att utvecklas långsammare än vad man tidigare har trott. Händelserna på värdepappersmarknaderna i oktober 1987 har pekat på riskfaktorer som tidigare har underskattats. Olösta konflikter föreligger mellan regelsystem och tillsynsmyndigheter i olika länder. Bank- och mäklarföretag har stött på svårigheter att effektivt styra sin verksamhet på flera marknader. Stordriftsfördelarna framstår inte som självklara. Skattebehandlingen av flernationella transaktioner anses också vara oklar.

Den faktiska utvecklingen hittills ger också anledning att nyansera tidigare prognoser om en mycket snabb internationalisering. Länkar mellan marknadsplatser i olika länder har – som framgått av redogörelsen ovan – ännu inte blivit någon större framgång. Flera förbindelser mellan börser har avbrutits och planerade arrangemang har skrinlagts.

Däremot kan andra former få en snabbare utveckling, till exempel interna arrangemang vid enskilda marknadsplatser för att attrahera mäklare och placerare från andra länder, till exempel elektronisk handel eller kvällsskift för att eliminera effekten av tidsskillnader.

Vad gäller konkurrensen och därmed fördelningen av handel mellan olika marknader har regelsystemen stor betydelse. Effekterna av reglering är dock inte entydiga.

Vissa bedömare anser att den omfattande nya regleringen i Storbritannien kommer att försämra Londonmarknadens internationella konkurrenskraft. Man förutser att en likartad reglering kommer att införas successivt inom hela EG medan till exempel Schweiz inte kommer att följa efter i samma utsträckning. Därmed skulle den schweiziska marknaden ha förutsättningar att ta över delar av den internationella värdepappersmarknaden.

På flera håll planerar man nu att lätta på kraven för introduktion av utländska värdepapper. Under hösten 1988 sänkte Londonbörsen kraven på offentliggörande av historisk redovisningsinformation från utländska emittenter från fem till tre år. En förutsättning är dock att företaget i fråga har varit noterat på någon utländsk börs i minst två år och det har aktier på marknaden till ett dagsvärde av minst 150 mill. Kraven har därmed delvis anpassats till dem som råder i New York och Tokyo.

Uppkomsten av parallell handel i ett främmande land i ett värdepapper från ett visst land antas allmänt leda till en överflyttning av handel på

hemmamarknadens bekostnad. Så har debatten förts till exempel när det gäller effekterna av den svenska omsättningsskatten. Ett exempel visar dock att detta inte behöver inträffa. I september 1988 påbörjades handel på Londonbörsens elektroniska system Seaq International i ett dussin av de största schweiziska aktierna. Därmed kunde internationella placerare undvika omsättningsskatten i Schweiz. Genom ökad likviditet i dessa aktier i London ansågs dock även de schweiziska börserna bli mer attraktiva för utländska aktörer.

Ökad tillströmning av utländska mäklare möjliggörs av slopade etableringshinder och samordning av krav och tillsyn mellan hemland och etableringsland. Detta kan i sin tur öka konkurrenskraften för etableringslandets värdepappersmarknad.

4.4 Händelserna under och efter oktober 1987

Under några veckor i oktober 1987 skedde historiskt sett mycket stora och snabba kursfall på de flesta av världens värdepappersmarknader. Händelseförloppet har gett upphov till ett flertal utredningar i olika länder och till en mycket omfattande internationell debatt. Här skall ges en mycket summarisk översikt över händelseförloppet och de slutsatser som har dragits internationellt, huvudsakligen i ljuset av de överväganden som vår kommitté har anledning att göra (se vidare kap. 5).

4.4.1 Händelseförloppet

Måndagen den 19 oktober 1987 drabbades New York-börsen av ett av de kraftigaste kursfall som någonsin har inträffat. Mätt enligt Dow Jones aktieindex sjönk aktiekurserna i genomsnitt med drygt 22 procent eller ungefär lika mycket som i oktober 1929. Parallellt med nedgången i New York uppträdde likartade nedgångar på aktiebörserna samt inom options- och terminshandeln i praktiskt taget hela världen. Kursfallen som i viss utsträckning fortsatte under hela den aktuella veckan var förenade med mycket stor omsättning av värdepapper.

Oktoberhändelserna föregicks av starka kursstegringar på flertalet håll under 1987. I USA var uppgången från början av året drygt 30 procent. Under den tid som gått sedan oktober 1987 har kursnedgången i flertalet länder återhämtats, även om de omsatta volymerna på många håll har varit lägre än under de närmaste åren dessförinnan.

Stora ansträngningar har ägnats försök att förklara kursfallet. Ingen internationell enighet har dock uppnåtts om den betydelse som kan tillmätas olika enskilda faktorer som förekomsten av derivatmarknader, s k arbitragehandel mellan aktier och derivatinstrument, datoriserad handel, internationaliseringen osv.

4.4.2 Internationell debatt

Händelserna i oktober 1987 föranledde börserna och myndigheterna i många länder att tillsätta undersökningskommissioner för att försöka utreda orsakerna och föreslå förändringar i regelsystemen. Händelserna har också givit upphov till en rad vetenskapliga publikationer. Bland de organisationer som har publicerat undersökningar kan nämnas New York-börsen, derivatbörsen Chicago Mercantile Exchange, de amerikanska tillsynsmyndigheterna CFTC och SEC, en kommission tillsatt av president Reagan under ordförandeskap av USA:s nuvarande finansminister Nicholas Brady, en gemensam arbetsgrupp för CFTC, SEC, den amerikanska centralbanken och USA:s finansdepartement samt i Europa bland andra Londonbörsen och den franska tillsynsmyndigheten COB. Även inom internationella organisationer som OECD, FIBV och IOSCO har betydande intresse ägnats åt dessa frågor.

I USA har debatten pekat på följande brister som huvudsakligen rör inhemska förhållanden:

– Kapaciteten i de amerikanska börsernas system var otillräcklig för att klara de ovanligt stora volymer som omsattes under den aktuella veckan.

– Market-makers på de amerikanska aktiemarknaderna klarade inte sina åtaganden att stå för köp- och säljanbud. Detta var förenat med risker för bristande likviditet i marknaden som hotade marknadens funktionsduglighet. Vissa regelförändringar har därefter införts. Som exempel kan nämnas att man inom det amerikanska elektroniska handelssystemet NASDAQ numera har infört striktare regler för en market-maker och möjligheter att under tre veckor avstänga den firma som drar sig ur marknaden.

– Kraven på kontantinsats ("margin") vid belånade värdepappersköp har senare höjts.

– Från vissa håll har framförts önskemål om att tillsynen över värdepappersmarknaden som nu är uppdelad på två myndigheter, CFTC och SEC, borde slås samman.

Av mer allmängiltigt intresse är den debatt som har förts i USA om behovet av tillfälliga börsstopp ("circuit breakers"). Den gemensamma arbetsgrupp för CFTC, SEC, den amerikanska centralbanken och USA:s finansdepartement som president Reagan tillsatte rekommenderade i sin första rapport att handeln på en marknadsplats borde stoppas tilfälligt om kurserna skulle sjunka mer än ett visst antal procent under en dag. Sådana börsstoppsregler har sedermera införts på flertalet amerikanska aktie- och derivatbörser. De kom för första gången till användning vid ett tillfälle i mitten av mars månad 1989 under ett mindre kursfall, enligt uppgift med tillfredsställande resultat.

I den internationella debatten anser man allmänt att händelserna i oktober 1987 fäste uppmärksamheten på följande områden av internationell betydelse:

– Reglering och övervakning är i de flesta länder inriktad på olika delar av värdepappersmarknaden (aktier, obligationer, optioner, terminer etc)

medan utvecklingen under oktober 1987 med stor tydlighet pekade på att dessa delar hänger intimt samman. I flera länder har samordningen av den dagliga övervakningen över olika delmarknader förbättrats, även om formerna för detta varierar från land till land.

– Möjligheterna att i andra länder utan tidsfördröjning följa utvecklingen på de olika marknaderna var otillräckliga.

– Olikheter i kapitaltäckningsregler för värdepappersförmedlare i olika länder skapar risker för förtroendekriser i extrema situationer som kan leda till att vissa förmedlare inte vågar göra affärer med varandra. Sådana effekter kan mycket snabbt sprida sig över världen som ringar på vattnet.

Debatten om oktober 1987 har alltså pekat på behovet av nya inslag i regelverken. Historiskt har regleringen av värdepappersmarknaderna nästan helt handlat om investerarskydd i olika avseenden som informationsskyldighet för emittenter, reglering av förmedlare resp. av marknadsplatser m m. Numera framstår också regleringen av bl a förmedlarnas ekonomiska stabilitet samt rutinerna för leveranser av och likvider för värdepapper som angelägna för att skydda systemet som helhet mot alltför stora påfrestningar.

4.5 Utblick mot framtiden

Vi har tidigare konstaterat att värdepappersmarknaderna i alla avseenden internationaliseras i snabb takt. Denna utveckling kan förväntas fortsätta under överskådlig tid. Det ömsesidiga beroendet mellan olika länder kan bland annat illustreras med den allmänt omfattade bedömningen att praktiskt taget alla marknader av betydelse (möjligen med undantag för Japan) är beroende av utländskt kapital för att kunna fungera effektivt. Händelserna på världens aktie- och optionsbörser i oktober 1987 visade också tydligt att dessa hänger intimt samman.

Samtidigt bör dock påpekas att internationaliseringen förefaller ske stegvis. Så till exempel ledde avregleringen i Storbritannien under hösten 1986 till en stark nyetablering av utländska förmedlare i landet. Händelseutvecklingen efter oktober 1987 har dock för flera av dessa företag medfört stora förluster, varefter några har avvecklat sin verksamhet.

Den svenska värdepappersmarknaden är sedan början av 1980-talet i viss och stigande utsträckning del av denna sammanhängande internationella marknad. Börsnoteringar av företag och aktiehandel förekommer över gränserna i båda riktningar. Fondkommissionsverksamhet har etablerats i svensk regi utomlands och man kan förutse att hindren för utländska insteg på den svenska marknaden kommer att avvecklas. En starkt pådrivande faktor är datoriseringen av värdepappershandeln på alla marknader av betydelse. I slutfasen av vårt arbete har Stockholms fondbörs infört dels ett nytt datorsystem för handeln (SAX-systemet), dels påbörjat förmedling av kursinformation utan tidsfördröjning från tre andra nordiska aktiebörser.

För svensk del påskyndas internationaliseringen av den nu genomförda

avvecklingen av valutaregleringen som möjliggör för valutainlänningar att fritt förvärva utländska aktier och andra värdepapper samtidigt som restriktionerna för valutautlänningar att förvärva svenska värdepapper har försvunnit.

Den tekniska utvecklingen och avregleringen innebär sammantaget också att värdepapperstransaktionerna i framtiden blir mer komplicerade. Till exempel kan det bli möjligt för en svensk investerare att köpa ett utländskt värdepapper i ett internationellt datasystem med anlitande av en amerikansk mäklarfirma i New York från en japansk bank i Schweiz med säljuppdrag för en kund i Förbundsrepubliken Tyskland.

Bland svenska och utländska bedömare talar man allmänt om framväxten av två delvis skilda typer av aktiemarknader. På en i verklig mening internationell marknad kommer att noteras aktier och liknande värdepapper från kanske 500 emittenter av högsta kvalitet ("world-class"), varav några svenska. I övrigt förväntas handeln blir av huvudsakligen nationell karaktär med vissa internationella inslag (av emittenter, placerare och/eller förmedlare). Även den svenska aktiemarknaden kan komma att delas upp i en internationell och en inhemsk del, där kurssättning och information för den förstnämnda blir internationellt bestämd.

På vissa områden kan nya impulser från andra länder förväntas få snabbt genomslag i Sverige, till exempel handelsteknik samt nya värdepapper och andra finansiella instrument. Överhuvudtaget kan konstateras att innovationer på värdepappersmarknaderna nu tenderar att sprida sig mycket snabbt över världen.

Genom införandet av SAX-systemet öppnas åtminstone tekniska möjligheter för anslutning av utländska värdepappersförmedlare. Däremot är det f.n. mera osäkert huruvida marknadsförhållandena i Sverige under överskådlig tid blir sådana att utländska värdepappersförmedlare av olika slag också kommer att vara intresserade av egen fysisk etablering i Sverige.

5. Våra allmänna överväganden

Innan vi i följande kapitel går in på en detaljerad redogörelse för våra närmare bedömningar och förslag inom olika områden, beskriver vi i detta kapitel de principiella överväganden som har föranlett våra förslag.

5.1 Värdepappersmarknadernas betydelse och uppgifter

Värdepappersmarknaderna är en viktig del av infrastrukturen i en utvecklad ekonomi. Dessa marknader har två huvuduppgifter:

- att omfördela sparande från sektorer och placerare med kapitalöverskott till andra som har behov av kapital för olika ändamål och
- att erbjuda placerarna möjligheter att begränsa eller omfördela den risk och osäkerhet som alltid är förknippad med ekonomisk verksamhet.

Värdepappersmarknadernas betydelse har otvivelaktigt ökat under senare år. Som tidigare har nämnts gäller detta förmedlingen av såväl krediter som riskkapital. I högre utsträckning än tidigare sker näringslivets och andra sektorers upplåning numera via marknadsnoterade värdepapper i stället för direkt hos bank eller annat kreditinstitut. Härigenom har upplåningskostnaderna kunnat sänkas och effektiviteten höjas på kreditmarknaden. En allt större del av näringslivets riskkapital hämtas från aktiemarknaden. Vi kan här peka på det växande inslaget på börslistorna av företag som tidigare ägts av staten, kooperationer eller enskilda familjer. Genom en effektivare aktiemarknad har villkoren för hela näringslivets riskkapitalanskaffning förbättrats.

Funktionellt utför värdepappersmarknaderna de nämnda huvuduppgifterna i tre olika, men sinsemellan nära förbundna sammanhang:

- På primärmarknaden emitterar företag och andra riskkapitalinstrument (i huvudsak aktier) och skuldinstrument (obligationer och olika typer av kortfristiga lån).
- På andrahandsmarknaden kan investerarna omplacera från ett värdepapper till ett annat, från ett värdepapper till kontanter eller vice versa efter sina egna behov och bedömningar.
- Options- och terminsmarknaden erbjuder möjligheter för investerarna att omfördela de risker som sammanhänger med innehav av aktier och skuldinstrument.

Ingen av de nämnda delmarknaderna kan fungera effektivt utan tillgång till de övriga. Investerarna skulle inte vara beredda att teckna nyemitterade aktier eller andra värdepapper på primärmarknaden utan att ha möjlighet att göra omplaceringar. Andrahandsmarknaden kan inte existera utan de värdepapper som har emitterats på primärmarknaden. Options- och terminsmarknaderna förutsätter en fungerande andrahandsmarknad samtidigt som dennas funktion och attraktivitet förbättras genom de möjligheter till riskomfördelning som options- och terminshandeln erbjuder.

I praktiken kan ingen skarp organisatorisk gräns dras mellan primär- och andrahandsmarknaderna. Av historiska, legala och tekniska skäl har dock options- och terminsmarknaderna kommit att utvecklas i särskilda organisationer.

5.2 Krav på värdepappersmarknaderna

Vissa allmänna utgångspunkter har slagits fast redan i förarbetena till nu gällande fondkommissionslag och lag om Stockholms fondbörs. Fondbörsverksamhet bör med hänsyn till de betydande värden det rör sig om utövas i former som ger den enskilda kapitalplaceraren och allmänheten bästa möjliga skydd. Placeringar i värdepapper bör anses som en sparform jämförlig med bank- och försäkringssparande och det är därför naturligt att allmänheten får sitt kapitalskyddsintresse tillgodosett i börsverksamheten på motsvarande sätt som i fråga om bank- och försäkringsrörelse.

Dessa allmänna värderingar har med tiden fått ytterligare ökad betydelse. Antalet aktieägare har stigit kraftigt under 1980-talet. Till detta bör läggas det betydande indirekta aktiesparande som sker genom aktiefonder av olika slag samt – i kollektiva former – genom den allmänna pensionsfondens, försäkringsbolagens och löntagarfondernas värdepappersplaceringar. Marknadsvärdet av de noterade aktierna har stigit kraftigt under senare år och uppgår nu till över 800 miljarder kr. Allmänheten svarar för huvuddelen av sparandet i premieobligationer och deltar i stor utsträckning i options- och terminshandeln. På längre sikt kan enskilda hushåll och andra mindre placerare komma att öka sina investeringar i olika typer av räntebärande värdepapper.

Handel med värdepapper har alltså kommit att inta en central plats i det svenska samhällslivet. Vi måste dock konstatera att utvecklingen delvis har skett i obalans. Den kraftiga volymmässiga expansionen har inte på alla håll följts av en motsvarande förbättring av förhållandena i övrigt. De ökade krav som allmänheten har haft anledning att ställa på god sed i olika avseenden har inte alltid uppfyllts. Brister har iakttagits inom såväl delar av fondhandeln som bland vissa emittenter.

Även på ett mer tekniskt plan har stora förändringar inträffat. De nationella värdepappersmarknaderna har blivit mer komplicerade. Genom avveckling av vissa slag av regleringar och en snabb teknisk utveckling har flertalet nationella marknader kommit att knytas samman. Vissa uppmärk-

sammade händelser, främst i samband med de kraftiga kursfallen i oktober 1987, har pekat på att kraven på värdepappersmarknadernas funktionsduglighet även i mer tekniska avseenden måste skärpas. Det framstår som nödvändigt att de olika länkarna i den kedja som den globala värdepappersmarknaden utgör stärks så att riskerna minskar för orimliga finansiella påfrestningar på berörda parter.

För att värdepappersmarknaderna skall kunna fullgöra sina uppgifter på ett från alla synpunkter tillfredsställande sätt måste regleringen enligt vår uppfattning sträva efter att uppfylla vissa övergripande mål. Det tidigare nämnda målet att marknaderna skall åtnjuta allmänhetens förtroende kvarstår med snarast ökad tyngd. Till detta bör läggas att verksamheten på marknaderna skall bedrivas effektivt och säkert samt att börsverksamhet skall kunna drivas varaktigt och uthålligt i Sverige, oavsett marknadsutvecklingen.

Dessa mycket allmänt formulerade mål kan enligt vår mening konkretiseras i följande delmål:

- Transaktionssystemen, dvs systemen för handel med och leveranser av värdepapper, måste vara snabba och säkra. Transaktionskostnaderna måste hållas nere i den utsträckning som är möjlig utan att systemens funktionsduglighet äventyras.
- Handeln bör präglas av hög likviditet. Det skall med andra ord vara möjligt att omsätta stora volymer värdepapper med minsta möjliga kurspåverkan. Därmed minimeras bland annat risken för manipulationer.
- Handeln bör vidare kännetecknas av neutralitet gentemot berörda aktörer i form av likvärdig tillgång för därtill berättigade till marknadsplatsens faciliteter och likvärdig behandling i övrigt så att även konkurrensen på marknaden kan upprätthållas.
- Kurssättningen bör baseras på all tillgänglig relevant information och inte påverkas av ovidkommande faktorer. Därmed kan kursen på en viss aktie också utgöra en viktig signal till ett bolags ledning, ägare och andra intressenter om marknadens samlade bedömning av företagets läge och framtidsutsikter.
- Informationen om handeln till deltagarna och allmänheten skall vara omedelbar och samtidig.
- Övrigt beslutsunderlag för deltagarna i handeln i form av upplysningar från i första hand värdepappersemittenterna skall präglas av öppenhet, fullständighet, korrekthet, snabbhet och likabehandling.
- Deltagarna på marknaderna bör även i övrigt iakttaga god sed.

Värdepappersmarknader som fyller dessa krav uppstår inte av sig själva. Mycket stora värden står på spel. Intressekonflikter är ofrånkomliga mellan olika parter liksom mellan enskilda deltagare och dem som företräder marknadens gemensamma intressen. Olika parters förutsättningar att hävda sina intressen är mycket skiftande. Det har därför ända sedan tiden för första världskriget ansetts vara nödvändigt att statsmakterna ger föreskrifter för hur aktiviteterna skall bedrivas. Generellt kan och bör samhället ut-

nyttja två slag av medel för att säkerställa att de uppställda målen uppfylls:

- Verksamheten skall bygga på regler om rättigheter och skyldigheter för de medverkande, dvs marknadsplatser, emittenter, mellanhänder och investerare.
- Effektiv tillsyn och kontroll skall ske så att uppställda regler efterlevs, sanktioner vidtas mot dem som bryter mot bestämmelserna och reglerna utvecklas i takt med ändrade förhållanden och krav.

I en annan dimension har en viktig utgångspunkt varit de övergripande önskemålen om dels ett allmänt öppnande av vår ekonomi mot omvärlden, dels en så nära anpassning som möjligt till de regler som är under utarbetande inom EG. Vi har redan i inledningen av vårt arbete fäst avseende vid behovet av en harmonisering med utvecklingen inom de västeuropeiska länderna och därvid noga uppmärksammat de direktiv och direktivförslag som har framlagts av EG-organ.

5.3 Vårt arbetsområde

Enligt våra direktiv skall vi huvudsakligen ta ställning till värdepappershandelns organisation och former i övrigt, förekommande värdepapper och dylika objekt för handeln, mellanhändernas verksamhet, insiders, börsetiska frågor i övrigt samt tillsyn och sanktioner.

I de föregående kapitlen har vi omnämnt att tidigare klara gränser mellan olika delar och inslag på marknaderna numera har börjat luckras upp. Skiljelinjen mellan främmande kapital och riskkapital är inte längre entydig. Branschglidningen inom den finansiella sektorn gör det svårare att definiera bankverksamhet, försäkringsrörelse, värdepappersförmedling osv. Genom införandet av options- och terminshandel har olika delar av tidigare fristående finansiella marknader förts närmare varandra.

Vårt arbetsfält har alltså inga klara yttre gränser. Vår strävan har varit att utforma våra förslag så att de skall kunna täcka även sådana verksamheter som idag inte är kända men som kan komma att ingå i värdepappersmarknaden i vid bemärkelse. Det kan dock vara på sin plats att kort redogöra för några företeelser som vi anser ligga utanför våra direktiv och som vi därför inte behandlar.

I vissa andra länder utnyttjas råvaror och jordbruksprodukter av olika slag för finansiella placeringar. Organiserad handel i sådana varor och förnödenheter har inte förekommit i Sverige på mycket länge och det finns ingen anledning att förvänta sig någon förändring på denna punkt. Motsvarande gäller för handel med främmande valutor utan samband med kommersiella utlandstransaktioner. Råvarumarknader och valutamarknader faller därmed utanför vårt uppdrag. Däremot bör redan här påpekas att alla former för options- och terminshandel behandlas, oavsett vilka underliggande tillgångar de baseras på.

Numera förekommer i viss omfattning att andra tillgångar än värdepap-

per, optioner och terminer utbjuds till allmänheten för investeringsändamål, såsom antikviteter, fastigheter, konst, travhästar och ädelstenar, ofta i form av ideella andelar eller delägarskap i konsortier eller kommanditbolag. Investeringserbjudanden och andrahandshandel med denna inriktning kan i normalfallet inte anses tillhöra värdepappersmarknaden. Skulle sådan handel få så fasta former att den kan anses vara börsverksamhet, kommer den dock att omfattas av våra förslag till generell lagstiftning om börsverksamhet. Om inte, torde konsumenträttslig lagstiftning, bestämmelser om auktionsverksamhet etc vara tillämpliga.

Inom de områden som vi behandlar har vårt åliggande främst varit att skapa ett nytt regelverk för värdepappersmarknaden. Ett sådant regelverk måste med nödvändighet utformas på ett generellt sätt. Som närmare framgår senare är bland andra fondbörsen förpliktad att själv ta ansvar för utvecklingen av detaljregler inom sitt område. Detta innebär att vi har saknat anledning att – med några undantag – gå in på närmare föreskrifter om ordningsregler i den dagliga värdepappershandeln eller om börsetikens konkreta detaljinnehåll. Till de detaljfrågor som ligger utanför våra direktiv får också anses höra utformningen av de noterade företagens information i redovisningshänseende.

Vissa aktiebolagsrättsliga frågor kan ha bäring på förhållandena bland de börsnoterade bolagen och allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Vi har valt att beröra några sådana spörsmål i samband med diskussionen av viktiga börsetiska problemområden. I övrigt bör eventuella aktiebolagsrättsliga reformer rörande bland annat minoritetsskydd övervägas i särskild ordning och hänsyn tas till förhållandena bland samtliga aktiebolag i landet. En sådan översyn av lagstiftningen förbereds för närvarande inom justitiedepartementet.

5.4 Utvecklingstendenser på värdepappersmarknaderna

I de föregående kapitlen har lämnats en utförlig redogörelse för de förhållanden och utvecklingstendenser i omvärlden och i Sverige som har utgjort ramen för vårt arbete. Ett par av dessa tendenser förtjänar särskild uppmärksamhet.

Den tekniska utvecklingen av värdepappershandeln går mycket snabbt och sker numera parallellt över i stort sett hela världen. Därmed har förutsättningar skapats för stora förändringar av handelsformerna och av de värdepapper och andra finansiella instrument som handlas. Genom utvecklingen av datoriserade handelssystem har det blivit nödvändigt att delvis skapa en ny modern definition av börsverksamhet.

Internationaliseringen av värdepappersmarknaderna går hand i hand med den tekniska utvecklingen. Denna process har genomgripande betydelse också för det nationella regleringsarbetet. Svårigheter uppkommer till exempel att entydigt avgöra var en viss verksamhet bedrivs och vilka regler som är tillämpliga.

Konkurrensen från marknader i andra länder tilltar också. Ett övergripande mål för vårt arbete har varit att bevara och om möjligt förstärka den svenska värdepappersmarknadens internationella konkurrenskraft. På de områden som täcks av vårt uppdrag har en ledstjärna varit att åstadkomma internationellt konkurrenskraftiga och trovärdiga förändringar. Det bör dock påpekas att en lång rad av de faktorer som på lång sikt avgör Sveriges konkurrensmöjligheter ligger utanför vårt mandat. Dit hör det svenska näringslivets och de finansiella institutionernas kompetens samt beskattningen i Sverige och andra berörda länder.

Det ökande inslaget av internationell konkurrens på värdepappersområdet innebär vissa risker för svensk del. Om nuvarande tendenser till utflyttning av handeln i svenska aktier fortsätter, försvagas möjligheterna att upprätthålla en effektiv och förtroendeskapande marknad. De nu pågående investeringarna i nya system vid bland andra fondbörsen, VPC och PmC samt inom fondhandelns företag uppgår till mycket stora belopp. Vid en alltför liten omsättningsvolym kan transaktionskostnaderna bli orimligt höga såväl för berörda parter som samhällsekonomiskt. Det är en viktig uppgift för statsmakterna och marknadens olika aktörer att ge den svenska värdepappersmarknaden goda förutsättningar för en uthållig och varaktig verksamhet.

Samtidigt har vi kommit till den uppfattningen att internationaliseringen av värdepappersmarknaderna kan innebära betydande positiva effekter. Deltagande av ett stort antal placerare, analytiker och mellanhänder från olika länder bör kunna bidra till förbättrad informationsspridning, höjd likviditet på marknaden och därmed bland annat en ännu mer rättvisande kurssättning på berörda svenska aktier. Ytterst bidrar detta till större tillgång till riskkapital och lägre kapitalkostnader för vårt näringsliv än vad som skulle vara fallet på en isolerad svensk marknad. Riskerna för otillbörligt beteende som kursmanipulationer bör också minska. En helt nödvändig förutsättning för att marknaden skall vara internationellt attraktiv och respekterad är dock att den inhemska basen för en fungerande aktiemarknad inte urholkas.

Den internationella handeln domineras av stora marknadsplatser i Storbritannien, övriga Europa och USA med omfattande regelverk och tillsynsverksamhet. Risken för osunda inslag bör därför vara relativt liten, även om man inte kan bortse från den för hela världen latenta risken för förskjutning till "bekvämlighetsmarknader" som konkurrerar med svagt utvecklad reglering och tillsyn.

De ökande internationella inslagen på den svenska värdepappersmarknaden medför givetvis också vissa andra nackdelar ur svensk synvinkel. Utvecklingen blir svårare att påverka med de instrument som står till buds. Till stor del har detta att göra med övergripande politiska avgöranden om önskvärdheten att avveckla kvarstående regleringar och om fördelarna med en fortsatt internationalisering av vår ekonomi och i synnerhet ett närmande till den Europeiska Gemenskapen.

Det måste också framhållas att svårigheterna är stora att i detalj förutse den framtida utvecklingen på värdepappersmarknaden. Den internationella utvecklingen går som nämnts mycket snabbt. Avvecklingen av den svenska valutaregleringen har nyligen genomförts och effekterna därav kan ännu inte bedömas. Samma sak gäller de pågående förändringarna på andra, närliggande områden i Sverige, t ex av förhållandena bland banker, finansiella koncerner och försäkringsbolag.

5.5 Bedömningar av händelserna i oktober 1987

I tilläggsdirektiv av den 19 maj 1988 har regeringen uppdragit åt oss att redovisa synpunkter på hur den svenska värdepappersmarknaden påverkats av det internationella börsraset i oktober 1987 med hänsyn till de speciella institutionella förhållanden och den reglering av handeln som gäller på den svenska värdepappersmarknaden.

I föregående kapitel har vi kort redovisat händelseförloppet och den internationella debatt som händelserna i oktober 1987 har föranlett. Vi har inte funnit skäl att göra någon egen undersökning om händelseförloppet i detalj i Sverige under den aktuella tiden mot bakgrund av en allmän bedömning att de extrema förhållanden som rådde i vissa andra länder inte hade motsvarigheter här. Vissa av de mer allmängiltiga slutsatser som har dragits internationellt förtjänar dock att beaktas för framtiden. Till dessa hör främst de finansiella risker som kan drabba vitala delar av marknaden under extraordinära omständigheter. Vid utformningen av säkerhetsföreskrifter för verksamheten vid de clearingorganisationer som är anknutna till handeln med optioner och terminer har vi beaktat behovet av tillräckliga säkerhetsmarginaler.

Redan i nu gällande lagstiftning kan regeringen under utomordentliga förhållanden – eller om fara är i dröjsmål börsstyrelsen efter samråd med bankinspektionen – besluta att all handel och notering vid en börs skall avbrytas. Som framgår av avsnitt 6.12 föreslår vi att en sådan bestämmelse skall kunna tillämpas vid varje börs i Sverige, alltså även vid marknadsplatser för optioner och terminer. Även om avbrytande av handeln inte anses vara en lämplig åtgärd vid plötsliga och kraftiga kursfall, finns här alltså möjlighet för ansvariga instanser att ingripa om så skulle anses vara nödvändigt. Å andra sidan kan det vara angeläget att handelsplatserna hålls öppna även under extrema förhållanden. Detta var kanske det viktigaste bidraget från ansvariga myndigheter i USA för att lugna marknaderna under oktoberdagarna 1987. En stängning bör därför endast komma i fråga i undantagsfall och förutsätta beslut av regeringen eller – då fara är i dröjsmål – av börsstyrelsen efter samråd med bankinspektionen, i likhet med vad som nu gäller.

Det ligger i sakens natur att närmare riktlinjer för dylika undantagsfall knappast kan utfärdas. Den sakkunskap som finns vid marknadsplatserna och inom bankinspektionen bör borga för att extrema situationer kan hante-

ras inom givna ramar.

Som vi närmare utvecklar i avsnitt 5.7 kan det vara lämpligt att marknadsplatserna och befintliga intresseorganisationer i samråd med bankinspektionen överväger hur ett lämpligt forum för kontakter och informationsutbyte skulle kunna organiseras, bland annat som en beredskapsåtgärd inför plötsliga krislägen på marknaden.

Genom den datoriserade handel som sker på OM och genom införandet av SAX-systemet på Stockholms fondbörs fr o m juni månad 1989 har i vart fall tekniska möjligheter öppnats för ökade inslag av även automatiserad ordergivning. Denna företeelse går i de anglosaxiska länderna under benämningen "program trading" och har debatterats livligt. Vi förutsätter här att styrelserna för de olika börserna följer utvecklingen uppmärksamt.

5.6 Regelverkets allmänna utformning

Våra förslag har i huvudsak två syften.

Regelverket är för det första i behov av modernisering och anpassning till faktiska förhållanden. Det främsta exemplet på detta är tillkomsten under senare år av en svensk options- och terminsmarknad vilket har skett vid sidan av en i detta avseende otidsenlig lagstiftning. Vår ambition har varit att skapa enhetliga regler för olika delar av värdepappersmarknaden och att skapa utrymme och legala ramar för eventuella nytillkommande former av värdepappershandel. Kungstanken har härvid varit att så långt möjligt säkra investerarnas kapitalskyddsintresse genom att stärka stabiliteten i det finansiella systemet och tillgodose vissa grundläggande behov av regler också för marknader utanför de reguljära marknadsplatserna. En annan viktig förändring som har föranlett en översyn av regelverket är införandet av datoriserad handel på Stockholms fondbörs genom det s k SAX-systemet.

För det andra har vår föresats i vissa stycken varit att styra utvecklingen i önskvärda banor. Här kan vi bland annat peka på det tidigare nämnda önskemålet att bevara och om möjligt förstärka den svenska värdepappersmarknadens internationella konkurrenskraft. Ett led i detta är förslaget att skapa vidgade möjligheter för s k market maker-handel genom vissa förändringar i reglerna för olika typer av mellanhänder etc. Andra viktiga områden där vi vill ha förbättrade förhållanden är insiderhandeln och informationsgivningen från sådana icke noterade företag som har ett allmänt spritt ägande.

Regler för en så dynamisk verksamhet som värdepappersmarknaderna kan nå sitt syfte på två olika sätt. Genom tillsyn och kontroll i efterhand kan ansvariga organ ingripa med sanktioner eller andra korrigerande åtgärder. En sådan tillsyn kan därmed också få en viss preventiv effekt. Insatser i efterhand kan dock sällan upphäva redan inträffade skadeverkningar. Vår strävan har därför varit att i större utsträckning än hittills utnyttja regler som förhindrar att icke önskade konsekvenser överhuvudtaget uppstår.

På en marknad som värdepappersmarknaden med många deltagare och

med god tillgång till information bör möjligheterna vara stora till mycket snabb upptäckt av dem som inte följer uppställda regler för hur en viss verksamhet bör bedrivas. Förutom av bankinspektionen och resp. marknadsplats bevakas händelseförloppen av kunder, ägare, konkurrenter, massmedia, den breda allmänheten och andra intressenter. Genom datoriseringen av handeln skapas också tillförlitliga maskinella kontrollsystem. Likväl har det enligt vår mening därutöver varit viktigt att undersöka möjligheterna att som styrinstrument införa negativa eller positiva ekonomiska incitament för till exempel mellanhänderna och emittenterna.

Vi har försökt leva upp till direktivens krav att förutse de frågor och problem som kan komma att bli aktuella i framtiden bland annat genom en omfattande genomgång av tänkbara konsekvenser av värdepappersmarknadernas internationalisering. Som vi nyss har påpekat kan denna utveckling inte i detalj överblickas. Våra förslag har därför på många punkter avsiktligt fått karaktär av relativt generell ramlagstiftning. Den fortsatta utvecklingen måste noggrant följas av regeringen och bankinspektionen med en hög beredskap att införa kompletterande regler. Detta är f.ö. helt i linje med förhållandena i andra länder.

Generellt utformad lagstiftning har den fördelen att den ger en hög grad av flexibilitet. Avsaknaden av uttömmande uppräkningar av vad som omfattas eller inte omfattas av en viss bestämmelse medför dock ofrånkomligen en viss osäkerhet om vad som gäller för dem som berörs. Här faller ett stort ansvar på i första hand bankinspektionen i tillämpningen av lagstiftningen. Vi förutser ett behov av en betydande förstärkning av tillsynsmyndighetens kompetens och resurser. Genom internationaliseringen, avregleringen i många länder, de förändringar som sker i snabb takt på marknaderna och genom vissa av våra förslag kommer inspektionen att ställas inför helt nya krav i vissa avseenden. Vi tillmäter också inspektionen stor vikt i den framtida utvecklingen av etiska normer på marknaderna.

Slutligen bör här upprepas vårt tidigare konstaterande att internationaliseringen av värdepappersmarknaderna medför att utvecklingen inte kan påverkas av ett enda lands insatser. Som vi närmare utvecklar senare måste också reglering och tillsyn i stigande utsträckning ske på internationell bas. Det är viktigt att alla berörda svenska organ deltar aktivt i detta arbete.

5.7 Rollfördelningen mellan olika organ

Regelverket på den svenska värdepappersmarknaden har under mycket lång tid kännetecknats av en fördelning mellan lagstiftning, regler utfärdade av marknadsplatsen (hittills Stockholms fondbörs) och självreglering av privata organisationer verksamma på marknaden. På motsvarande sätt har övervakning och ingripanden fördelats mellan tillsynsmyndigheten och marknadsplatsen. I frågor som rör minoritetsskydd m m berörs även i viss mån samhällets rättsvårdande myndigheter.

Vi har ingående diskuterat hur denna avvägning bör utformas i fram-

tiden. I vår slutliga bedömning har vi stannat för att de nuvarande förhållandena är i huvudsak ändamålsenliga. Våra förslag har sålunda inriktats på ett bibehållande av den nuvarande uppdelningen mellan den statliga tillsynsmyndigheten bankinspektionen, marknadsplatserna och självreglering på marknaderna.

Marknadsplatserna skall även i fortsättningen ansvara för en sund kursbildning och för att emittenternas informationsskyldigheter upprätthålls. Bankinspektionen skall liksom tidigare bevaka att förhållandena bland fondkommissionärerna och likartade institut är tillfredsställande. Behovet av grundläggande minoritetsskydd bör även fortsättningsvis bevakas av marknadsplatserna, de självreglerande organen och ytterst av berörda parter genom att föra talan i de allmänna domstolarna.

Värdepappersmarknadernas ökade volym och komplexitet gör det dock nödvändigt att förstärka såväl tillsynsmyndigheten som marknadsplatserna. Vi vill också peka på behovet av en utvidgad självreglering av privata organisationer verksamma på marknaden och av aktiva insatser från bankinspektionen i utvecklingen av god sed på marknaderna. Även det internationella samarbetet på olika plan bör fördjupas.

En viktig fråga i vårt arbete har varit önskemålen om en enhetlig och effektiv tillämpning av marknadsplatsernas möjligheter att ingripa med sanktioner mot de aktörer som är direkt knutna till dessa, dvs emittenter och förmedlare av värdepapper. För närvarande kan börsstyrelsen besluta om sanktioner mot dem som är knutna till Stockholms fondbörs medan förhållandena vid andra marknadsplatser inte är reglerade i lagstiftningen.

Vi har funnit att börsstyrelsens sanktionsbeslut bör överföras till ett nytt organ, kallat disciplinnämnd, och att denna nämnd bör fatta motsvarande beslut även med avseende på andra marknadsplatser. En disciplinnämnd kan koncentrera sig på denna grannlaga uppgift och därmed medverka till att börsstyrelsernas arbete renodlas till organisation och övervakning av handeln samt regelutveckling. Önskemålen om en enhetlig regeltillämpning för hela värdepappersmarknaden kan bäst tillgodoses genom denna organisatoriska lösning. Avsikten är dock inte att tillkomsten av en disciplinnämnd skall inskränka det ansvar på olika områden som tillkommer bankinspektionen. Inte heller bör en disciplinnämnd överta den etikskapande verksamhet som nu bedrivs av bankinspektionen, börsstyrelsen och olika privata organ.

Som har framgått av bland annat debatten med anledning av de internationella kursfallen i oktober 1987 hänger de olika delmarknaderna mycket nära samman. Samtidigt pekar dessa erfarenheter på behovet av att tillsyn och beslut som rör den dagliga verksamheten sker så nära denna som möjligt.

I vårt arbete har vi mot bland annat denna bakgrund ingående diskuterat behovet av vissa förstärkningar. Vi har övervägt att föreslå införandet av ett nytt organ som i våra diskussioner har haft arbetsnamnet "värdepappersråd". Detta skulle vara ett privaträttsligt organ av samma juridiska karaktär som Stockholms fondbörs. Rådet skulle ha vissa övergripande och samordnande uppgifter inom tillsyn och regelutveckling för de olika marknads-

platserna. Under ett sådant råd skulle marknadsplatserna ansvara för den dagliga verksamheten.

Vid vår slutliga bedömning har vi dock funnit att idén var behäftad med åtskilliga nackdelar. Det får anses vara olämpligt att ålägga ett privaträttsligt organ uppgifter som i förhållande till andra privaträttsliga organ som Stockholms fondbörs och OM kan betecknas som myndighetsutövning. Antalet instanser på den förhållandevis begränsade svenska värdepappersmarknaden skulle dessutom bli för stort. Inrättandet av ytterligare ett organ på värdepappersmarknaden skulle onödigtvis belasta parterna på marknaden med kostnader. Här har vi även beaktat den kritik som har framförts i Storbritannien mot den invecklade och kostsamma tillsynsstrukturen där efter genomförandet av Financial Services Act.

Marknadsplatserna i Sverige är få till antalet. De har en i stort sett identisk medlemskrets och är underställda samma tillsynsmyndighet. Marknadsplatserna bör därför ha mycket goda förutsättningar att genom löpande kontakter på ledningsnivå lösa alla uppkommande frågor rörande den dagliga handeln, till exempel behovet av börsstopp. Önskemålen om en enhetlig regeltillämpning i övrigt på hela marknaden kan bättre tillgodoses genom skapandet av en disciplinnämnd. Något uttalat behov av ett värdepappersråd eller annat nytt organ föreligger därför inte enligt vår uppfattning.

Det kan däremot för vissa frågor finnas ett behov av organiserade kontakter mellan marknadsplatserna, fondhandeln, andra intressegrupperingar på marknaden och bankinspektionen. Ett sådant behov har vitsordats från flera håll. Vi har av samma skäl som talade emot bildandet av ett nytt organ avstått från att föreslå en formalisering av dessa kontakter. Det är dock enligt vår mening lämpligt att marknadsplatserna och befintliga intresseorganisationer i samråd med bankinspektionen allvarligt överväger hur sådana kontakter skulle kunna organiseras. Inte minst vid plötsliga krislägen på marknaden kan ett sådant forum visa sig vara värdefullt.

5.8 Marknadsplatsernas roll i värdepappershandeln

Värdepappershandeln har traditionellt skett på för ändamålet särskilt inrättade marknadsplatser, dvs fondbörser. Under senare år har bilden blivit mer splittrad. För vissa värdepapper har omsättningen kommit att domineras av ett litet antal aktörer. Den tekniska utvecklingen har möjliggjort mer informella handelsformer. För svensk del kan vi här i första hand peka på uppkomsten under början av 1980-talet av en informell telefonmarknad för obligationer och andra räntebärande värdepapper med huvudsakligt deltagande av en liten grupp banker, fondkommissionärer och stora institutionella placerare. Därmed har fondbörsens roll som handelsplats för dessa värdepapper som redan tidigare var obetydlig kommit att bli försumbar.

En utländsk iakttagelse av betydelse gäller utvecklingen inom aktiehandeln i London. Där har en väsentlig del av handelsfunktionen kommit att glida iväg utanför börsen genom övergång till informell telefonhandel mel-

lan börsmedlemmarna. En följd därav har blivit en försämring av genomlysningen av handeln.

Man kan inte utesluta att marknadernas spontana utveckling i framtiden kan gå i sådana från allmänna synpunkter mindre önskvärda riktningar i fråga om såväl den inhemska svenska handeln som de gränsöverskridande affärerna. En latent konkurrens synes föreligga mellan marknadsplatser som öppna fora för handel och interna avslut inom stora banker och mäklarföretag. De krafter som är i rörelse i detta avseende torde enligt vår bedömning förstärkas genom internationaliseringen av värdepappersmarknaderna och koncentrationen till allt färre stora finanshus.

Ett bärande element i reformsträvandena i olika länder är att öka marknadernas öppenhet i alla avseenden. Skälen till detta är flera och sammanfaller med nödvändigheten att värdepappershandeln fyller de krav som beskrevs i avsnitt 5.2 ovan. Teoretiskt kan man visserligen tänka sig att informella och oreglerade marknader kan förmedla värdepapper på ett i inskränkt mening effektivt sätt. Det är dock omöjligt att under sådana förhållanden skapa garantier för bland annat tillfredsställande genomlysning och informationsunderlag för allmänheten. Därmed skulle inte heller det för handelns långsiktiga funktionsduglighet nödvändiga förtroendet kunna upprätthållas. För en liten och i förhållande till de stora länderna geografiskt avlägsen marknad som den svenska är det ett sådant förtroende i sig också en väsentlig konkurrensfaktor.

Vi anser det därför vara av mycket stor vikt att de regelförändringar som föreslås för svensk del säkerställer att handeln sker i organiserade, av samhället kontrollerbara och kontrollerade former och under stor öppenhet. Den regelbundna och yrkesmässiga värdepappershandel som sker i informella sammanhang bör minimeras. Samtliga börser och alla aktörer direkt knutna till dessa bör uppfylla vissa lagstadgade krav, vara ålagda att utfärda godtagbara regler för verksamheten, stå under bankinspektionens tillsyn och vara underställda rättslig kontroll av domstolar eller en disciplinnämnd. En börs kommer därvid att kunna och också vara tvungen att agera mot alla anslutna aktörer oavsett om de är ägare till börsen eller ej.

Av vikt är då att regleringens tillämpningsområde preciseras på ett adekvat sätt genom att en tidsenlig beskrivning skapas av vad som är börsverksamhet. Den definition som återfinns i gällande svensk börslagstiftning och som i allt väsentligt härrör från tiden för första världskriget tar inte hänsyn till de nya former för värdepappershandel som har vuxit fram under 1980-talet. Som närmare utvecklas i kap. 6 föreslår vi en bredare begreppsbestämning som mer än den nuvarande tar sikte på en börs roll som förmedlare av löpande information i syfte att åstadkomma handel.

Värdepappershandelns organisatoriska former har också stor betydelse i ett annat avseende. I första hand den svenska handeln med aktier har under senare år utsatts för en stark konkurrens från marknadsplatser i vissa andra länder. Några av orsakerna till denna förskjutning av omsättningen ligger, som vi tidigare har nämnt, utanför vårt mandat, i första hand beskattningen i Sverige och andra berörda länder samt i viss utsträckning internationalise-

ringen av ägandet till det svenska näringslivet. Vissa andra konkurrensförutsättningar är det dock både möjligt och önskvärt för oss att påverka.

Till dessa hör likviditeten på marknaden och möjligheterna till snabb och samlad information om marknadsläget. För att i så hög grad som möjligt fylla kraven på dessa områden bör man enligt vår mening förhindra att handeln splittras på olika delmarknader, oavsett om dessa är organiserade i börsform eller inte. Börsverksamhet, särskilt när det gäller aktier, bör i Sverige kännetecknas av en kraftsamling till en handelsplats. Internationellt tycks f.ö. utvecklingen spontant gå i riktning mot ökad koncentration av marknadsplatserna på grund av stordriftsfördelarna i verksamheten.

Det är i ljuset av sådana överväganden som vi har närmat oss frågan om ett legalt börsmonopol. En annan faktor av betydelse är framväxten av organiserad börshandel i derivatinstrument som optioner och terminer. Vår samlade bedömning som närmare utvecklas i kap. 6 är att tillräckliga skäl saknas för ett legalt monopol i handeln med optioner och terminer och att det därför av bland annat lagtekniska orsaker är olämpligt att i detta avseende särbehandla handeln i olika slag av värdepapper. Det legala börsmonopolet bör därför inte bibehållas.

En förutsättning för att börsverksamhet skall tillåtas föreslås vara koncession för verksamheten. Koncession skall kunna meddelas, om regeringen finner att den tilltänkta börsverksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna. Beträffande börshandel i aktier anser vi att konkurrensen gentemot utlandet förutsätter en koncentration av handeln till en marknadsplats här i landet. Det kan inte förutses att någon ytterligare marknadsplats för aktier skulle kunna vara till nytta. Stockholms fondbörs dominerande ställning skulle därmed inte komma att rubbas. Först om fondbörsen skulle misslyckas att bedriva en fungerande handel, bör tillstånd meddelas en annan organisation att påbörja börshandel i aktier.

Av samma skäl anser vi att det inte är lämpligt att tillstyrka de då och då i den allmänna debatten framförda önskemålen om regionala och lokala börser. Införandet av det datoriserade handelssystemet SAX vid fondbörsen medför ökade praktiska möjligheter för mellanhänder att från platser utanför Stockholm direkt delta i handeln. Därmed minskar också det eventuella behov som kan föreligga av organiserad regional och lokal börshandel i egentlig mening. Den mycket begränsade handel som förekommer på vissa platser i landet kan dock enligt vår mening inte karakteriseras som börsverksamhet och den bör därför kunna få fortsätta. I definitionen av börsverksamhet i vårt förslag till ny lag om börs- och clearingverksamhet ingår ett uttryckligt undantag för sådan lokal aktiehandel av begränsad omfattning.

De som är anhängare av ett system med flera konkurrerande aktiebörser i Sverige menar att detta skulle vara en nödvändig förutsättning för att Stockholms fondbörs skall drivas på ett effektivt sätt. Vi anser till att börja med att ingen kritik kan riktas mot det sätt varpå fondbörsen hittills har skötts i dessa avseenden. Ett negativt inslag i bilden är visserligen frånvaron av en fungerande organiserad börshandel i räntebärande värdepapper. Det-

ta torde dock inte bero på att konkurrerande handelsformer saknas på detta område utan snarare på denna marknads struktur och svårigheterna att samla berörda parter som banker, fondkommissionärer och emittenter kring en gemensam lösning.

Enligt vår bedömning är vidare den betydande handel i svenska aktier som sker vid utländska marknadsplatser en tillräcklig garanti för att ett konkurrenstryck upprätthålls. Vi föreslår också förändringar av börsstyrelsens sammansättning och en renodling av dess uppgifter. Den effektivisering av börsstyrelsens arbetsformer som våra förslag på denna punkt syftar till bör ytterligare förbättra Stockholms fondbörs möjligheter att utvecklas positivt.

En omfattande handel sker i dag utanför Stockholms fondbörs med aktier i företag som enligt nuvarande bestämmelser inte kan börsregistreras. En mellanform utgörs av aktierna på OTC-marknaden och på den s k O-listan. Stor osäkerhet torde råda hos allmänheten i fråga om vad som gäller för olika slag av reguljärt handlade aktier. Även för åtskilliga aktier som idag inte är formellt börsregistrerade anser vi det vara angeläget att fondbörsen blir den centrala marknadsplatsen. I förhållande till nuvarande praxis föreslår vi därför att de formella kraven för börsregistrering sänks och att börsstyrelsen ges en friare prövningsrätt i de enskilda fallen.

Vi framför i samband med behandlingen av frågor om mellanhändernas verksamhet några ytterligare förslag som också bland annat syftar till att föra in en så stor av aktiehandeln som möjligt på fondbörsen. Det bör således bli möjligt att ansluta även en ny typ av marknadsaktör till fondbörsen, nämligen s k marknadsgaranter. Utländska deltagare bör också kunna tas in som börsmedlemmar, med eller utan egen etablering här i landet.

Förhållandena inom handeln med obligationer och andra räntebärande värdepapper är f.n. under stark förändring och därför svårbedömda. Trots monopol för Stockholms fondbörs har denna handel sedan flera decennier alltså i praktiken helt skett utanför börsen. Genom bildandet av informationsföretaget PmI och clearingorganisationen PmC är delar av funktionerna i denna handel på väg att få konkreta organisatoriska former. Såvitt nu kan bedömas saknas dock en fast uppbyggnad av själva avslutsfunktionen i denna handel, en funktion som fortfarande fullgörs genom informella telefonkontakter mellan parterna. Vi vill inte hävda att den beskrivna verksamheten på penning- och obligationsmarknaden för närvarande omfattas av vår börsdefinition men föreslår att regeringen och bankinspektionen uppmärksamt följer den fortsatta utvecklingen och ingriper, om det skulle visa sig nödvändigt. Ett särskilt ansvar vilar här också på riksbanken som aktiv part i PmI och PmC. Vid de fortsatta bedömningarna av frågan om penningmarknads- och obligationshandeln är börsverksamhet eller ej bör de allmänna riktlinjer som vi har anvisat vara tillämpliga.

Med hänsyn till att en fungerande penningmarknads- och obligationshandel inte har kommit till stånd på Stockholms fondbörs är det inte självklart att sådan handel för all framtid skall vara förbehållen fondbörsen.

Vi kan med andra ord se en möjlighet att även en annan huvudman skulle kunna få koncession för denna handel.

Handeln med derivatinstrument som optioner och terminer har inte samma stora omfattning och samhällsekonomiska betydelse som handeln med aktier och räntebärande värdepapper. Konkurrensen från utlandet synes inte heller vara lika stark. Enligt vår uppfattning finns därför inte samma behov av kraftsamling till en marknadsplats inom options- och terminshandeln.

Vi har ingående övervägt frågan om lämplig huvudmannaform för en börs. Inom derivathandeln i Sverige har det under senare år – vid sidan om lagstiftningen men med tillsynsmyndighetens provisoriska godkännande – etablerats privatägda marknadsplatser med eget vinstsyfte. Dessa företagsbildningar avviker från det i svenska och internationella börssammanhang normala förhållandet med en marknadsplats uppbyggd kring medlemmar och utan självständigt vinstintresse.

Anordnandet av organiserad börshandel är en mycket grannlaga uppgift som kräver noggrant utformade skyddsregler. Principiellt anser vi att det är olämpligt att sådan verksamhet drivs med vinstsyfte. Det kan bland annat inte uteslutas att otillbörliga hänsyn av olika slag tas i en sådan organisation. Dessa risker bör dock kunna minskas i tillräckligt hög grad genom regler på olika områden. Vi anser därför att fortsatt verksamhet hos privatägda företag i denna handel kan godtas under förutsättning att de av oss senare i detalj beskrivna reglerna införs. Ett avsteg från den nämnda principiella uppfattningen underlättas också av att de privatägda företag som är eller har varit verksamma på den svenska marknaden har visat stor omsorg och tagit ett stort ansvar för att få till stånd en sund uppläggning av sin handel i optioner och terminer.

Motsvarande synsätt har vi när det gäller de för options- och terminsmarknaderna speciella s k clearingorganisationer som spelar en viktig roll i genomförandet av handeln.

Som tidigare har nämnts anser vi principiellt att Stockholms fondbörs i största möjliga utsträckning bör bli den centrala marknadsplatsen för alla aktier som kan bedömas vara lämpliga för organiserad och allmän handel. Frågan uppkommer då hur aktiehandeln vid Stockholms fondbörs närmare bör vara organiserad.

För närvarande är den aktiehandel som på något sätt har anknytning till Stockholms fondbörs uppdelad i tre olika former, de officiella börslistorna (AI och AII), OTC och den s k O-listan. Ett fullständigt praktiskt genomförande av vårt principiella synsätt att alla dessa – och även vissa andra – aktier bör vara börsregistrerade försvåras dock av nuvarande skatteregler. Vid beskattning av realisationsvinst, förmögenhet, arv och gåva gäller för närvarande olika regler för aktier noterade på fondbörsen, OTC och O-listan. Bolagens val av notering på olika listor styrs därför i hög grad av skatteöverväganden.

Frågor om aktiebeskattningen ligger utanför värdepappersmarknadskommitténs direktiv. Vi har likväl ansett det vara angeläget att kort redogö-

ra för vår principiella syn i detta avseende inför den pågående reformeringen av beskattningen. Enligt vår uppfattning är det mindre ändamålsenligt att val av noteringsform styrs av skatteregler. Speciellt olämpligt är det om konsekvensen av inregistrering på en officiell lista blir såväl högre beskattning för aktieägarna som striktare krav av olika slag på det aktuella bolaget. Därmed skapas starka negativa incitament för berörda parter till notering på börsen vilket går stick i stäv med vår allmänna strävan. En likartad olämplig effekt av de nuvarande skattereglerna är att aktierna i ett företag som avregistrerats från börsen blir föremål för en gynnsammare beskattning.

Förekomsten av olika segment inom aktiehandeln bör i stället bestämmas på grunder som sammanhänger med faktorer av betydelse för handeln och investerarna såsom de olika aktiernas omsättning, företagens storlek, risknivå el dyl. En utgångspunkt för beskattningen bör därvid vara att den skall vara neutral mellan olika noteringsformer.

Från de utgångspunkter vi har att beakta torde det vara lämpligast att en eventuell skillnad i skattebehandling inträder vid den punkt då ägandet i bolaget vidgas från ett litet fåtal ägare till vad vi vill beteckna som allmänt spritt. Härvid bör beaktas att skattesystemet inte får försvåra mindre och medelstora företags möjligheter att anskaffa riskkapital via aktiemarknaden. Vi har i övrigt inte anledning att kommentera huruvida skillnader bör föreligga i beskattning av aktier i bolag av olika utseende, hur stora sådana skillnader i så fall bör vara eller vad som kan anses vara en lämplig nivå för beskattningen.

Den närmare utformningen av olika listor vid fondbörsen får ankomma på börsstyrelsen enligt de riktlinjer som vi senare anger. Vi föreslår senare i betänkandet vissa övergångsbestämmelser att gälla till dess att skattefrågorna har kunnat lösas.

Slutligen bör i detta sammanhang något sägas om de datoriserade informationssystem som har etablerats på bland annat den svenska marknaden. Vårt förslag till reviderad definition av börsverksamhet utesluter att spridning i efterhand av till exempel enbart avslutsnoteringar från börserna kan betraktas som börsverksamhet. För friheten att förmedla upplysningar är det av vikt att sådana media inte omfattas av koncessionsplikt eller andra restriktioner från samhällets sida. Samtidigt vill vi påpeka att kommunikations- och handelsteknikens framsteg har skapat en flytande gränszon mellan ren nyhetsförmedling och börsverksamhet. De ovan nämnda PmI och PmC och framför allt den vidareutveckling av systemen som har skisserats befinner sig i ett sådant gränsland. Det får ankomma på bankinspektionen att uppmärksamt följa utvecklingen och ingripa, om det skulle bli nödvändigt.

5.9 Mellanhänderna

Allmänheten deltar på ett indirekt sätt i värdepappershandeln genom att anlita yrkesmässiga mellanhänder som fondkommissionärer och liknande företag. Härigenom kan transaktionerna genomföras till en lägre kostnad och med större sakkunskap än om var och en vore hänvisad till att själv söka upp en lämplig motpart.

Denna organisation av handeln ställer samtidigt stora krav på mellanhandsföretagen och deras anställda. Som har slagits fast redan i tidigare lagstiftningsärenden om fondkommissionsrörelse skall allmänheten inte behöva riskera att anförtro sina uppdrag åt personer som på grund av okunnighet eller vårdslöshet kan komma att handla i strid mot uppdragsgivarens intresse eller som på grund av sådana omständigheter eller dålig ekonomi kan åsamka uppdragsgivaren förluster.

Liksom i andra typer av uppdragsverksamhet skall uppdragsgivarens intresse alltid komma i första hand och utföras med största möjliga omsorg. Detta har inte uteslutit att man – i Sverige liksom i flertalet jämförbara länder – också har tillåtit fondkommissionärerna att inom vissa ramar göra affärer för egen räkning.

De grundläggande principer som i tidigare lagstiftningsärenden har formulerats för yrkesmässig mellanhandsverksamhet på värdepappersmarknaden finns det enligt vår mening ingen anledning att frångå. Vi ser inte heller skäl att ändra tidigare bedömningar att bl.a. fondkommissionärerna skall ha rätt att göra affärer i egen portfölj – efter att först på bästa sätt ha utfört kundernas uppdrag.

I andra länder har slopandet av regleringar och den internationella konkurrensen pressat ned mellanhandsföretagens provisionsintäkter. En motsvarande ökning har skett av omsättningen i förmedlarnas handelslager varvid en växande andel av deras intäkter har kommit att skapas av skillnaden (s k spread) mellan köp- och säljkurser i denna handel. Syftet har varit att på samma gång dels minska kundernas transaktionskostnader, dels skapa god likviditet i marknaden genom att med regler eller ekonomiska incitament se till att det i marknaden alltid finns en grupp köpare och säljare av ett visst värdepapper.

Vi har funnit att en utvidgad s k market maker-handel kan medföra betydande fördelar även för den svenska värdepappersmarknaden, inte minst för att kunna möta konkurrensen från utländska marknadsplatser. För att möjliggöra en sådan utveckling är det nödvändigt att höja den tillåtna storleken för handelslagren. Samtidigt bör marknadens funktionssätt kunna förbättras ytterligare om s k blankning tillåts. Genom den förbättrade genomlysning av aktiehandeln som SAX-systemet medför och genom vissa kompletterande regler bör dessa förändringar kunna genomföras utan risker för oacceptabla intressekonflikter eller andra negativa konsekvenser.

I nuvarande lagstiftning anges ett maximibelopp för handelslagrets storlek. Vi föreslår en kraftig höjning av detta tak i förening med en rad

begränsningar för att förhindra missbruk.

Den utvidgning av omsättningsskatten till bland annat fondkommissionärernas egenhandel som trädde i kraft i januari 1989 har medfört att denna typ av handel har minskat kraftigt. Från de utgångspunkter vi har att beakta har detta haft den ogynnsamma konsekvensen att likviditeten på stora delar av den svenska värdepappersmarknaden har försämrats. Våra förslag att möjliggöra en utvidgad market maker-handel torde därför f.n. sakna praktisk aktualitet.

En annan huvudfråga i våra överväganden om mellanhandsföretagens verksamhet har varit huruvida de bör få ägna sig åt s k blankning, dvs försäljning – för egen eller för kunders räkning – av värdepapper som vederbörande inte äger men förfogar över genom lån. Enligt nu gällande lagstiftning är medverkan av fondkommissionär i blankning inte tillåten, något som i förarbetena till lagen motiveras med bland annat blankningens spekulativa karaktär. Vi har för vår del inte funnit att blankning är mer spekulativ än andra former av handel och att den, korrekt utförd, kan ha en positiv effekt genom att förhindra överdrivna kursuppgångar. Vi föreslår därför att blankningsförbudet slopas, men att blankning skall få ske endast i noggrant reglerade former och åtminstone inledningsvis bara avse värdepapper som är föremål för en betydande handel. Även här bör fondbörsens SAX-system kunna medföra betryggande kontrollmöjligheter att de av oss föreslagna detaljföreskrifterna efterlevs.

Slutligen har vi kunnat konstatera vissa brister inom fondhandeln under senare år, något som bland annat tagit sig uttryck i flera ingripanden av bankinspektionen och i viss mån börsstyrelsen. För att kunna möta framtidens krav måste självregleringen bland fondkommissionärerna aktiveras. Vi noterar här behovet av en snabb utveckling av yrkesetiken i branschorganisationernas regi.

5.10 Emittenterna

Väsentliga delar av de allmänna krav som måste ställas på en värdepappersmarknad tar sikte på emittenterna av värdepapper, främst aktier. Vi kan här peka på de tidigare formulerade kraven att kurssättningen bör baseras på all tillgänglig relevant information och att deltagarna i handeln skall ha ett tillfredsställande beslutsunderlag i form av information från emittenterna genom att denna information skall präglas av öppenhet, fullständighet, korrekthet, snabbhet och likabehandling. Kravet att deltagarna på marknaderna även i övrigt bör iakttaga god sed gäller i tillämpliga delar självfallet också emittenterna.

Sedan andra hälften av 1970-talet regleras kraven på emittenterna av fondbörsens inregistreringskontrakt. Detta kontrakt har nyligen omarbetats och fyller enligt vår uppfattning väl de nämnda kraven. Motsvarande regler gäller för företag noterade på OTC-marknaden och på den s k O-listan. Även i övrigt har börsstyrelsen under senare år visat handlingskraft för att

möta marknadens krav. Bland emittenterna har värdefulla initiativ tagits till självreglering. Vi har därför inte funnit anledning att föreslå några genomgripande förändringar i dessa avseenden. Vi har dock ägnat uppmärksamhet åt frågor om tilldelning av aktier och konvertibler i samband med marknadsintroduktioner och förutsätter att en vidareutveckling sker genom självreglering på grundval av det krav på god sed på området som föreslås lagfäst.

Däremot är förhållandena sådana på andra, oreglerade delar av aktiemarknaden att åtgärder behöver vidtas. Vi syftar på det snabbt växande antalet företag – för närvarande ett hundratal – vilkas aktier är spridda bland allmänheten men inte föremål för notering på någon till fondbörsen knuten lista. Dessa företag omfattas inte av inregistreringskontraktet eller motsvarande bestämmelser. De allmänna regler som uppställs i aktiebolagslagen är enligt vår mening otillräckliga för att garantera att allmänheten får tillräcklig information om dessa företag.

Efter mönster av de regler som återfinns i inregistreringskontraktet föreslår vi därför en likartad ordning för denna grupp av företag. Syftet är att skapa förutsättningar för en sund utveckling av handeln även i aktier i sådana företag som inte eftersträvar eller inte medges notering på fondbörsen.

5.11 God sed och etik

Som tidigare har nämnts är det en nödvändig förutsättning att allmänheten kan känna förtroende för värdepappersmarknaderna. Detta mål har varit en av de främsta utgångspunkterna för utformningen av nu gällande lagstiftning och våra förslag till regleringen av marknadsplatser, mellanhänder, tillsyn m m. Motsvarande tankegångar är en av grundvalarna för aktiebolagslagstiftningen.

Regelverket kring aktiemarknaden i Sverige karakteriseras av relativt allmänna ramar för de nämnda verksamheterna. Enligt vår mening skulle en mer detaljerad reglering i lag inte vara möjlig att genomföra på ett effektivt och trovärdigt sätt. En omsorgsfull diskussion av normsystemet i övrigt är dock nödvändig för att ge en komplett bild av vilka förhållanden som vi anser bör råda i första hand aktiemarknaden.

Vi är då inne på det som i den allmänna debatten brukar benämnas börsetik. Med detta begrepp avser vi fortsättningsvis det skrivna och oskrivna normsystem som – vid sidan om lagstiftningen – påverkar eller bör påverka beteendet hos de olika parterna på värdepappersmarknaderna.

Normsystemet på marknaderna och den i vissa fall bristande efterlevnaden av detta har som framgår på annan plats i betänkandet debatterats livligt under 1980-talet. Vi kan inledningsvis konstatera att det på en väl fungerande aktiemarknad även vid sidan om normsystemet finns vissa generella, mer eller mindre väl fungerande faktorer som bidrar till upprätthålla en god börsetik:

- Genomlysning av handel, ägarförhållanden och ägarförändringar.
- God likviditet som försvårar kursmanipulationer
- En professionellt arbetande kår av mellanhandsföretag, placerare, analytiker och ekonomiska journalister som tillför marknaden seriös information och tidigt uppmärksammar avarter.

Flera av de förslag som vi i övrigt har lämnat syftar bland annat till att förstärka dessa generellt verkande faktorer eller, där det är nödvändigt, komplettera dessa. Som ett exempel av det sistnämnda slaget kan nämnas vårt förslag att aktieägare i vissa fall skall kunna få bidrag till rättegångskostnader i en process mot en aktör på värdepappersmarknaden, om andra möjligheter inte finns att tillgå och det kan anses angeläget att få frågan prövad.

En annan viktig pådrivare för god börsetik är intresseorganisationer av olika slag och marknadsplatserna. Genom rekommendationer och uttalanden i olika aktuella frågor liksom genom egen bevakning av marknaderna kan dessa starkt bidra till att god sed upprätthålls. Vi har utvärderat denna självreglerande verksamhet och på det hela taget ansett den vara värdefull. Enligt vår mening är dock en förutsättning för goda resultat att de självreglerande organen ges en fast organisation och bedriver ett kontinuerligt arbete. Det är viktigt att bankinspektionen aktivt medverkar till att en självreglering kommer till stånd när det behövs. Om så inte sker, bör inspektionen påverka utvecklingen genom att ge ut rekommendationer i form av allmänt råd i sin författningssamling eller vid behov hos regeringen hemställa om lagstiftning.

Då och då uppkommer diskussioner om förfarandet i samband med emissioner och tilldelning av aktier och konvertibler. Även här finns det som tidigare nämnts anledning att ställa krav på utveckling och precisering av vad som kan anses vara god sed. Vi diskuterar dessa frågor i betänkandet och fäster som antytts i avsnitt 5.10 stor vikt vid att börsstyrelsen och marknadens parter utfärdar godtagbara regler för dessa situationer.

I våra direktiv tas en annan konkret börsetisk fråga upp, nämligen huruvida den som förvärvar en större aktiepost i ett marknadsnoterat företag bör vara skyldig att erbjuda även alla övriga aktieägare möjligheter att sälja till honom. Vi har noga övervägt för- och nackdelar med en obligatorisk sådan s k erbjudandeplikt och även studerat förhållandena och utvecklingen i vår omvärld. Sammanfattningsvis har vi dragit den slutsatsen att tillräckliga skäl inte talar för lagstiftning om en sådan plikt, men att utvecklingen särskilt inom EG bör följas uppmärksamt.

Ytterligare ett annat delområde har av samhället i flertalet berörda länder ansetts vara så betydelsefullt att det bör regleras i lag och förses med straffsanktioner, nämligen otillbörlig handel på grundval av förtrolig information, s k insiderhandel. I debatten har man under senare år från många olika håll, inte minst från bankinspektionen, pekat på brister i nu gällande lagstiftning trots att denna har varit föremål för viktiga förändringar under de allra senaste åren. Direktiven har uppdragit åt oss att förut-

sättningslöst överväga vilka personer och värdepapper som skall omfattas.

En självklar utgångspunkt är att det är stötande om värdepappershandel bedrivs av personer som i kraft av sin befattning har ett väsentligt bättre beslutsunderlag än marknaden i övrigt. Vi har gjort en grundlig genomgång av förhållandena och delar bedömningen att lagstiftningen bör revideras så att missbruk av ännu icke offentliggjord information kan förhindras effektivare än för närvarande och att möjligheterna att kringgå reglernas syfte elimineras.

I linje med vad vi tidigare har framfört har strävan varit att utforma en generellt verkande reglering som sätter upp ett entydigt rättesnöre för parterna på marknaden. Det är enligt vår mening viktigt att förhindra utnyttjande för egen vinning av förtrolig information som har erhållits i tjänsten, oavsett om vederbörande är anställd i det aktuella företaget eller på annat håll.

Genom värdepappersmarknadernas utveckling kan stora vinster göras även vid affärer med annat än aktier, t ex räntebärande värdepapper. Det är lika angeläget att förhindra missbruk av förtrolig information i denna och annan värdepappershandel som på aktiemarknaden.

En annan, mera indirekt fördel med en på det skisserade sättet generellt utformad lagstiftning är att den bildar ett entydigt underlag för etikskapande verksamhet inom näringsliv, organisationer och myndigheter. Det stora antalet värdepapperstransaktioner och svårigheterna att rekonstruera förloppet i en viss affär medför att även den av oss föreslagna utvidgningen av lagen kan komma att leda till att ett relativt litet antal fall prövas rättsligt. Det ligger i sakens natur att lagstiftningen för att bli effektiv måste kompletteras med åtaganden bland dem som själva agerar på marknaden.

Förtrolig information har sitt största ekonomiska värde på kort sikt. Samtidigt kan det i vissa fall vara svårt för tillsynsmyndigheten, åklagare och domstol att avgöra om vederbörande har köpt eller sålt värdepapper på grundval av förtrolig information han fått i tjänsten. Det är därför angeläget att lägga vissa ytterligare restriktioner på korttidshandel hos dem som har ledande befattningar i företag och därmed särskilt god tillgång till kurspåverkande information.

En fråga som delvis sammanhänger med insiderhandel rör olika åtgärder som syftar till att på ett otillbörligt sätt påverka kursen på värdepapper. I nu gällande lagstiftning finns ingen bestämmelse som tar sikte på otillbörlig kurspåverkan. Fondbörsens s k Fermentautredning har framlagt förslag i denna riktning efter utländskt mönster. Vi har kommit fram till att en straffbestämmelse bör införas i brottsbalken som kan täcka de typer av otillbörliga kurspåverkande åtgärder som inte omfattas av bestämmelserna om svindleri. Här syftar vi på avtal, köp- eller säljanbud eller liknande förfarande som syftar till att vilseleda marknaden om värdet på fondpapper eller andra finansiella instrument.

5.12 Internationellt tillsynssamarbete

Finansiella tjänster av olika slag presteras numera i stigande omfattning mellan olika länder, med eller utan egen etablering i mottagarlandet. Denna utveckling öppnar nya perspektiv för nationell reglering och tillsyn. En utgångspunkt måste givetvis vara att samma grundläggande krav på sunda förhållanden på marknaden som tar sikte på inhemska aktörers beteende kan upprätthållas.

En internationalisering av regelverk och tillsyn på värdepappersmarknaderna har nu påbörjats. Därvid är samordningen inom EG-området och bilaterala överenskommelser mellan tillsynsmyndigheter i de största länderna de viktigaste inslagen. Med beaktande av internationaliseringen av själva handeln är därmed en radikalt ny belägenhet på väg att uppstå för den historiskt sett relativt isolerade svenska värdepappersmarknaden och därmed för tillsynen över marknaden.

Flera olika situationer är här av intresse. Svenska tillsynsorgan kan få anledning att följa viss verksamhet som bedrivs i utlandet av väsentligen svenska företag. De kan också behöva ingripa mot till exempel investeringserbjudanden som riktas från utlandet till den svenska marknaden. Ett utländskt tillsynsorgan kan ha motsvarande anspråk på bevakning av aktiviteter i Sverige som idkas av företag hemmahörande i detta land respektive erbjudanden som från Sverige lämnas till invånare i landet i fråga. Slutligen kan situationer uppkomma där tre eller flera länder är berörda av en viss emittent eller mellanhand.

Arbete med denna typ av frågor pågår nu i en rad olika internationella sammanhang. Utformningen och konsekvenserna av betydelsefulla bilaterala och multilaterala överenskommelser utanför Sverige kan ännu inte helt överblickas. Rent allmänt kan vi konstatera att grundvalarna för detta arbete kommer att utgöras av riktlinjer utfärdade av EG samt av vissa viktigare enskilda länder som Storbritannien och USA.

I våra överväganden har vi skilt mellan olika situationer som kan uppkomma. Det handlar för det första om dels verksamhet som från andra länder riktas till den svenska marknaden, dels aktiviteter som svenska aktörer bedriver i främmande länder. För det andra måste en annan viktig distinktion göras mellan verksamhet som bedrivs genom egen etablering på den aktuella marknaden resp. utan sådan etablering, dvs i huvudsak elektroniskt förmedlade tjänster av olika slag från hemlandet.

Vår strävan har varit att så långt som möjligt infoga reglering av och tillsyn över de gränsöverskridande verksamheterna – oavsett var eller i vilken form dessa bedrivs – i befintliga nationella arrangemang.

6 Börs- och clearingorganisationen

6.1 Inledning

Som framgår av våra direktiv är en av våra uppgifter att överväga hur den svenska värdepappersmarknaden bör vara organiserad i framtiden. I kapitel 5 har vi redovisat vår uppfattning om hur organisationen i stort bör vara utformad. Förslagen i förevarande och följande kapitel behandlar mer i detalj organisationen av skilda delar av marknaden.

För att underlätta kapitalförsörjningen för näringslivet, mellanhandsinstituten, kommunerna och staten behövs det effektiva andrahandsmarknader för fondpapper och andra finansiella instrument. I detta sammanhang fyller de finansiella börserna en betydelsefull funktion. Det är därvid viktigt att hålla i minnet att handel på en värdepappersmarknad inte enbart behöver förekomma på en börs. Börsen eller börserna bör dock vara den viktigaste platsen för handeln. Därmed inte sagt att det inte kan uppstå en effektiv andrahandsmarknad utan egentlig börsverksamhet. Den svenska penningmarknaden är ett exempel på en sådan effektiv andrahandsmarknad där en central marknadsplats saknas.

Den tekniska utvecklingen på främst datakommunikationsområdet har lett till att det på nytt är nödvändigt att ta ställning till vad som skall anses utgöra börsverksamhet. Kapitlet inleds därför med våra överväganden i den delen. Därefter diskuteras möjligheten av en marknad där det tillåts att flera företag driver börs- och clearingverksamhet och den ställning som Stockholms fondbörs bör ha i en sådan organisation. Slutligen diskuteras närmare de krav som måste ställas på privatägda vinstinriktade företag som önskar driva börs- eller clearingverksamhet i Sverige.

6.2 Börsorganisationen

6.2.1 Börsmonopolet

T.o.m. år 1979 fanns bestämmelser om fondbörsen i lagen (1919:240) om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Denna lag gav möjlighet till inrättande av flera fondbörser i Sverige. Vid lagens tillkomst uttalades dock att det då inte förelåg behov av någon annan fondbörs i landet än den i Stockholm och att det kunde tas för givet att tillstånd till upprättande av en ny börs inte skulle lämnas om inte starka skäl bedömdes föreligga. Fondbörsutredningen (SOU 1973:60) föreslog att man skulle fastställa principen om ensamrätt för Stockholms fondbörs att idka börsverksamhet i Sverige. I

linje med vad som redan förekom skulle dock Svenska fondhandlareföreningen i viss utsträckning få inom fondbörsens ram besluta om inregistrering av vissa värdepapper – med lägre krav på ägarspridning m.m. – och ombesörja notering av kurs i fråga om dessa. Bankinspektionen riktade emellertid principiella invändningar mot denna konstruktion. I propositionen (1978/79:9) med förslag till ny lagstiftning om fondbörsverksamheten uttalade föredragande statsrådet att han fann dessa invändningar beaktansvärda. Börsstyrelsen borde få ansvaret för all börsverksamhet i landet, och någon möjlighet att överlåta på annan att svara för registrerings- och noteringsverksamhet borde inte finnas. En motsvarighet till den dittillsvarande s.k. fondhandlarlistan förutsattes skola förekomma i fondbörsens regi.

Författningsbestämmelser som reglerar Stockholms fondbörs organisation och verksamhet finns i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs och förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Därutöver regleras verksamheten av de av börsstyrelsen utfärdade ordningsreglerna.

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

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

> 2 § Fondbörsverksamhet får här i riket utövas endast av Stockholms fondbörs.
>
> Första stycket utgör ej hinder mot att i Stockholms fondbörs lokaler bedrivs verksamhet som följer av att ett avtal träffats mellan en fondkommissionär och ett aktiebolag om att fondkommissionären på begäran skall ange kurser på aktier i bolaget och till dessa kurser köpa och sälja sådana aktier.

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

2 § andra stycket i lagen tillfogades enligt beslut av riksdagen våren 1984 (prop. 1983/84:164, NU 38); lagändringen trädde i kraft den 1 juli 1984. Föredragande statsrådet anförde i propositionen (s. 17 f.) att det var angeläget att man i den dagliga handeln med OTC-aktier rationaliserade förfarandet och utnyttjade de tekniska möjligheter som stod till buds. Härigenom skulle det bli möjligt att förbättra informationen till allmänheten.

Det borde därför i börslagen göras klart att handel med OTC-aktier fick förekomma i börsens lokaler utan hinder av börsmonopolet. Ansvaret för OTC-handeln skulle emellertid alltjämt åvila fondkommissionärerna och bankinspektionen i dess egenskap av tillsynsmyndighet.

Med fondpapper förstås aktie, annat bevis om delaktighet i bolag, obligation, förlagsbevis och liknande skuldebrev avsett för allmän omsättning samt andel i aktiefond. Uppräkningen är avsedd att vara uttömmande. Inom gruppen "annat bevis om delaktighet i bolag" finns ett flertal typer av värdepapper som faller in under definitionen. I lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden finns i 4 § andra stycket intaget en bestämmelse om att vad som föreskrivits i lagen om aktie i aktiemarknadsbolag också skall tillämpas på emissionsbevis, interimsbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis. Med undantag av vinstandelsbevis torde de uppräknade kategorierna kunna utgöra exempel på värdepapper som skall hänföras till kategorin delaktighetsbevis i bolag, om man däri även innefattar en framtida möjlighet att bli delaktig i ett aktiebolag.

Någon begränsning till svenska aktier ligger inte i begreppet fondpapper, utan såväl svenska som utländska aktier kan bli föremål för handel vid Stockholms fondbörs. I fråga om vissa utländska aktier sker handeln med hjälp av depåbevis. Även denna handel måste anses utgöra handel med fondpapper.

Till gruppen "skuldebrev avsett för allmän omsättning" kan på liknande sätt ett flertal olika värdepapper hänföras. Det tidigare omnämnda vinstandelsbeviset hör till denna grupp. I prop. 1978/79:9 s. 195 uttalades att till gruppen skuldebrev avsedda för allmän omsättning räknades exempelvis konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Till samma grupp hänfördes även bankcertifikat och av börsbolag utfärdade fordringsbevis, till exempel företagscertifikat.

Till gruppen fondpapper har inte ansetts höra standardiserade optionskontrakt avseende köp och försäljning av aktier (prop. 1985/86:151). I lag om värdepappersmarknaden (1985:571) har därför aktieoptioner genom en lagändring den 1 juli 1987 kommit att jämställas med fondpapper i frågor om insiderhandel. Standardiserade kontrakt avseende index- och ränteoptioner samt standardiserade terminskontrakt avseende obligationer, statsskuldväxlar, aktier och aktieindex är inte föremål för lagreglering men torde i likhet med aktieoptioner inte kunna anses vara fondpapper. Ej heller kan valuta- och råvaruoptioner räknas till gruppen fondpapper.

6.2.2 Utvecklingen

Förutsättningarna för fondbörsverksamheten har under 1980-talet ändrats på flera sätt. Olika delmarknader har utvecklats och vuxit i betydelse. Det gäller främst handeln med OTC-aktier men även handeln med aktier på O-listan. Betydande osäkerhet torde råda hos allmänheten i fråga om skillnaderna mellan officiella och inofficiella noteringar.

Vidare har utvecklingen inom obligations- och penningmarknaden lett till

att handeln med obligationer och andra räntebärande papper sker utanför fondbörsen.

Den tekniska utvecklingen på främst datakommunikationsområdet har öppnat nya möjligheter inom börshandeln. Handeln har dessutom alltmer internationaliserats.

Tillströmningen av nya placeringsinstrument är ytterligare ett inslag i utvecklingen på kapitalmarknaden. Handeln med olika slags optioner och terminer har brett ut sig. Terminshandeln med obligationer och andra räntebärande papper på penning- och obligationsmarknaden är betydande. Det finns även en ej obetydlig handel med premieobligationer på termin. Till detta kommer de marknader för standardiserade optioner och terminer som administreras av OM. Tidigare fanns en konkurrerande marknad för sådana instrument som administrerades av SOFE/Stockholms Clearinghus (SOFE). Vid optionsmarknadernas tillkomst ansågs optioner och terminer inte vara fondpapper och därmed inte omfattade av börsmonopolet.

Utvecklingen har lett till att gränserna för vad som är att hänföra till fondbörsverksamhet blivit alltmer diffusa. Den har vidare skapat ett behov av att det anges vissa allmängiltiga förutsättningar för börsverksamhet.

6.2.3 Vad konstituerar en börs?

Syftet med detta avsnitt är att mer generellt försöka ange en börs funktion i marknaden och att ange en definition på börsverksamhet.

Om ett stort antal fysiska eller juridiska personer är ägare av t.ex. aktier i samma bolag får man räkna med att det alltid finns någon som vill omvandla sitt aktieinnehav till pengar. För dessa pengar vill han kanske köpa aktier i ett annat bolag. Är det fråga om många aktieinnehavare blir följden att flera av dem samtidigt är intresserade av att byta aktier mot pengar och tvärtom. Därmed har en marknad i aktier uppstått.

I en marknad där alla säljare tar kontakt med alla köpare uppstår höga s.k. sökkostnader. Det tar alltså tid att ta reda på vad det bästa priset är. Den typen av handelsmönster är möjlig om marknaden består av ett fåtal aktörer som handlar med ett begränsat antal värdepapper.

För att minska informationsproblemen är det naturligt att mäklare övergår till att samla in köp- och säljintressen och att vissa mäklare övergår till att handla för egen räkning. Därmed har basen för en s.k. market maker-marknad uppkommit. I ett sådant handelssystem tar alla aktörer egna positioner och flera aktörer uppträder som market-makers i handeln. Sökproblemen blir därvid mindre än i det tidigare beskrivna handelssystemet eftersom man kan nöja sig med att vända sig till dem som uppträder som market-makers för att få en uppfattning om priset på ett värdepapper. Systemet karakteriseras dock av prisspridning och av relativt höga informationskostnader. I en sådan marknad kan man alltså komma att köpa och sälja t.ex. samma aktier till olika priser eftersom man inte tar sig tid med att ta reda på var det bästa priset finns. En marknad med market-makers är effektivare än det först beskrivna handelssystemet men den är ändå inte riktigt effektiv eftersom all tillgänglig information om handeln inte är samlad på ett ställe.

I det fall när handeln är knuten till en central marknadsplats minimeras sökkostnaderna. Marknadsplatsens uppgift är att samla upp köp- och säljorder. De bud som ligger för långt ifrån varandra sorteras bort. Därmed kommer prisinformationen att återspegla det bästa köppriset och det bästa säljpriset och den blir lättillgänglig. Sökkostnaderna minimeras. I ett sådant handelssystem kan alla utom marknadsplatsen ta egna positioner. När handeln är organiserad på detta sätt har den karaktär av börshandel där den centrala marknadsplatsen utgör själva börsen.

Börsens funktion i en marknad organiserad på här beskrivet sätt är att utforma regler för handeln samt för informationen och övervakningen. Vidare skall den svara för uppsamling av prisinformation, möjliggöra avslut och kontinuerligt återrapportera vad som skett till marknadsdeltagarna. Dessutom måste den ta på sig ansvaret för de transaktionstekniska uppgifter som har samband med handeln.

Uppsamlandet av köp- och säljorder samt fastställande av betalkurs kan ske på olika sätt. Traditionellt har börshandeln fungerat som en auktionsmarknad, dvs. handlarna träffas i en lokal och ropar ut de priser till vilka de är villiga att handla. Utvecklingen har nu lett till att handeln i stället kan ske i ett datoriserat system. Det är således datorn som samlar upp och rangordnar de köp- och säljorder som förs in i datasystemet samt bokför de avslut som kommer till stånd. Detta medför att man inte längre har behov av en fysisk marknadsplats på samma sätt som tidigare. Den elektroniska handeln möjliggör således en decentraliserad budgivning och en centraliserad prisbildning. Datatekniken är en av de faktorer som lett till att man i den allmänna debatten ansett att det uppstått gränsdragningsproblem vad gäller definitionen av vad en börs är.

Datoriserade system kan användas på olika sätt på värdepappersmarknaden. De kan vara byggda så att det direkt i datasystemet sker automatiska avslut. Exempel på sådana datoriserade handelssystem är SAX-systemet vid Stockholms fondbörs och det datoriserade handelssystem som finns hos OM. Det datoriserade systemet kan emellertid också vara byggt så att det endast samlar in och sprider information om handeln medan avsluten görs upp på annat sätt än inom datasystemet. Ett exempel härpå är den verksamhet som drivs av Londonbörsen.

Enligt 1 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs förstås med fondbörsverksamhet att köp- och säljanbud beträffande fondpapper regelbundet vid offentligt upprop eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av kurs. När det gäller börsverksamhet avseende annat än fondpapper saknas i gällande lagstiftning någon definition av börsverksamhet.

I prop. 1978/79:9 s. 194 utvecklades innebörden av definitionen av fondbörsverksamhet på följande sätt.

> Fondbörsverksamhet anses enligt första stycket föreligga när köp- och säljanbud beträffande värdepapper regelbundet förs samman 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 att den som anordnar verksamheten öppnar möjlighet till att anbud från olika håll koncentreras. Detta kan ske genom att verksamheten förläggs till en viss lokal. Den föreslagna lagtexten hindrar emellertid inte att anbuden förs samman på annat sätt, exempelvis i ett datamaskinellt system. Föreskriften om att sammanförandet skall ske regelbundet innebär vidare krav på viss periodicitet. Något krav på att verksamheten skall ha viss omfattning har inte ställts upp. Det får anses ligga i sakens natur att det måste vara fråga om verksamhet i relativt stor skala. Det behöver 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 föreligga även om verksamheten avser endast ett enda slags värdepapper.

Vid avgörandet om viss verksamhet har sådan omfattning att fondbörsverksamhet skall anses föreligga, bör beaktas syftet att ge Stockholms fondbörs ensamrätt till fondbörsverksamhet här i landet. Innebär verksamheten ett inte obetydligt intrång i den officiella fondbörsens monopol, bör den bedömas som fondbörsverksamhet.

För att fondbörsverksamhet skall föreligga krävs enligt definitionen vidare att sammanförandet av anbuden sker i visst syfte, nämligen i och för handel och notering av kurs. Med notering av kurs avses att den som anordnar verksamheten ombesörjer att köp-, sälj- och betalkurser i viss form fastställs eller i varje fall bereder tillfälle till detta.

Optionsutredningen har föreslagit att det i lag definieras vad som avses med optionsbörsverksamhet. Därmed förstås enligt förslaget att köp- och säljanbud beträffande standardiserade optioner och terminer regelbundet vid offentlig auktion eller på liknande sätt sammanförs för handel och notering av premie, kurs, ränta, index eller liknande. Förebilden för regelns utformning är de ovan redovisade bestämmelserna i lagen om Stockholms fondbörs.

Genom att bygga vidare på denna definition skulle man kunna skapa en generell regel för vad som avses med börsverksamhet. Frågan är om en sådan regel är tillräckligt tydlig för att undvika gränsdragningsproblem i framtiden.

För att belysa problemet med ett konkret exempel lämnas här en redogörelse för bankinspektionens behandling av frågan huruvida Instinet-systemet stred mot börsmonopolet. Fallet innehåller en ytterligare komplikation av internationell privaträttslig karaktär eftersom huvuddatorn fanns stationerad i New York och handeln i vart fall initialt endast avsåg utländska aktier. Från detta problem bortses i denna framställning.

Redovisningen sker endast i syfte att något belysa de gränsdragningssvårigheter som kan uppkomma vad avser datoriserade informationssystem kontra handelssystem.

Bakgrunden var att Reuters Limited avsåg att ansluta svenska fondkommissionärer och valutabanker till ett datoriserat kommunikationssystem. Genom systemet skulle de anslutna företagen få tillgång till mark-

nadsinformation om aktier registrerade vid amerikanska börser och även i systemet genomföra handel med sådana aktier.

Innan systemet togs i bruk begärde Reuters av bankinspektionen ett besked, om systemet skulle kunna anses vara fondbörsverksamhet och därmed stå i strid med börsmonopolet.

Inspektionen beredde ett antal organisationer och institutioner att yttra sig i frågan.

Stockholms fondbörs framhöll att Instinet är ett typiskt exempel på ett modernt aktiehandelssystem, varigenom man kan bedriva fondbörsverksamhet och verksamheten kan få den omfattning som krävs för att fondbörsverksamhet skall anses föreligga.

Övriga remissorgan ansåg att ett användande av Instinet-systemet inte stred mot börsmonopolet varvid de flesta hävdade att verksamheten fick anses bedriven utanför Sverige och att därför svensk lag inte kunde tillämpas.

Svenska Bankföreningen ansåg dessutom att systemet inte omfattade notering av kurs och ifrågasatte också om systemet innebar en sådan koncentrerad budgivning som ligger i lokutionen "sammanförande av köp- och säljanbud".

Bankinspektionen konstaterade att det i lagens förarbeten (prop. 1978/79:9 s. 194) anges att "med notering av kurs avses att den som anordnar verksamheten ombesörjer att köp-, sälj- och betalkurser i viss form fastställs eller i varje fall bereder tillfälle till detta." och anförde:

> I Instinet-systemet rapporteras löpande priser på de avslut som gjorts genom Instinet samt löpande de kurser som gäller på olika marknader på vilka man för närvarande kan handla genom Instinet. Instinet-systemet tillhandahåller alltså en information om förekommande anbud och avslut som är jämförbar med den marknadsinformation som tillhandahålls genom kursnoteringarna i traditionell fondbörsverksamhet. Systemet får därför anses innefatta kursnotering. Vidare kan konstateras att om ett köp- respektive säljanbud i ett företags aktier skulle överensstämma har en affär i praktiken kommit till stånd. Budgivningen koncentreras via det datamaskinella systemet, som ersätter ett upprop eller auktionsförfarande i traditionell mening. Även "sammanförande av köp- och säljanbud" i fondbörslagens mening får alltså anses föreligga. Eftersom också återstående kriterier på fondbörsverksamhet tveklöst är för handen anser bankinspektionen att verksamheten i Instinet-systemet utgör fondbörsverksamhet.

Hos OM sker handeln till viss del direkt i liknande börsdatorer. Så var också fallet med handeln vid SOFE. Fondbörsens SAX-system är av motsvarande slag. Ytterligare sådana börsdatorer kan lätt komma att introduceras i Sverige, i fråga om fondpapper dock endast med förbehåll att börsmonopolet avskaffas.

På de marknader där det i dag saknas en central marknadsplats, t.ex. penningmarknaden, finns flera datoriserade informationssystem som lätt kan kompletteras med en handlarfunktion, t.ex. Reuters och PMI. Som läget är i dag kan de som är aktiva på t.ex. penningmarknaden i det

datoriserade informationssystemet ange de priser till vilka de är beredda att köpa och sälja värdepapper. Varje aktör har därvid en eller flera sidor där han anger sina priser. Genom att "bläddra" bland olika aktörers sidor kan man skaffa sig en överblick över marknaden för de olika värdepapperen. I vissa av dessa informationssystem har man vidare tillgång till samlingssidor där man omedelbart kan se vem som vid en viss tidpunkt ger det bästa priset. Man är då ganska nära börsverksamhet eftersom dessa sidor innehåller en samlad information om förekommande anbud. Det saknas dock flera viktiga moment för att börsverksamhet skall anses ha uppkommit. Dessa är följande. Budgivningen är inte bindande utan indikativ. Information om förekommande avslut saknas. Det kan därför inte anses vara fråga om kursnotering. Om köp- och säljbud överensstämmer sker inte avslut automatiskt. Avslut sker i stället efter överenskommelse per telefon.

Den definition på fondbörsverksamhet som gäller i dag innefattar dels ett krav på kursnotering och dels ett krav på ett sammanförande av köp- och säljanbud för att möjliggöra att avslut sker.

Som tidigare antytts utförs vid Londonbörsen endast det ena av dessa två moment, nämligen kursnotering. Själva handeln sker utanför Londonbörsen och börsen administrerar inte själv sammanförandet av köp- och säljanbud. Med den definition av börsverksamhet som gäller i dag framstår det därför som tveksamt om en börs av typ Londonbörsen skulle omfattas av definitionen. Därmed skulle också en motsvarande verksamhet i Sverige inte kräva koncession. Detta kan inte godtas. Vi har därför funnit att definitionen av börsverksamhet bör ändras så att information om marknadsläget, dvs. löpande information om förekommande anbud och avslut på en marknad, skall vara tillräckligt för att börsverksamhet skall anses föreligga. Med anbud bör därvid enligt avtalslagens terminologi avses rättshandlingar som i princip är bindande för dem som avger anbuden. Dessutom bör krävas att insamling och utspridning av informationen sker i syfte att åstadkomma handel. På samma sätt som för närvarande bör det också ställas krav på viss periodicitet. Det är endast primärkällan som skall anses driva börsverksamhet. Vidarespridning av information om sådan verksamhet faller inte in under definitionen.

All form av insamling och utspridning av information i syfte att åstadkomma handel bör dock inte uppfattas som börsverksamhet. På vissa orter finns det ett intresse av att handla med aktier i mindre bolag med anknytning till orten. Information om marknadsläget för sådana aktier förmedlas på sina håll av lokala bankkontor och verksamheten drivs endast i mindre omfattning. Sådan verksamhet har inte uppfattats stå i strid med börsmonopolet.

I förarbetena till den nuvarande definitionen av fondbörsverksamhet uttalades att något krav på att verksamheten skall ha viss omfattning inte ställts upp men det fick ligga i sakens natur att det måste vara fråga om verksamhet i relativt stor skala. Vi anser dock att det skulle skapa större klarhet om det redan av definitionen framgick att verksamheten måste ha en viss omfattning. Det går dock inte att ange någon exakt gräns för när en

verksamhet övergår till att bli börsverksamhet. Klart är dock att fondpapper som är inregistrerade vid en börs inte samtidigt får omfattas av här diskuterad regional verksamhet. I vårt förslag till ny fondkommissionslag föreslår vi att en rad verksamheter på värdepappersmarknaden skall vara föremål för tillståndsplikt. För att kunna driva sådan lokal börsliknande verksamhet som här diskuteras torde krävas att vederbörande har tillstånd att driva fondkommissions- eller värdepappersförmedlarrörelse. Övervakningen av gränserna för när börsverksamhet föreligger eller ej bör därför inte bli en omöjlig uppgift för bankinspektionen.

Vi föreslår mot bakgrund av vad som sagts att börsverksamhet definieras på följande sätt. Med börsverksamhet förstås att köp- och säljanbud samt uppgifter om betalkurser beträffande fondpapper och andra finansiella instrument regelbundet genom automatisk databehandling eller vid auktion eller på annat sätt sammanförs för information om marknadsläget i syfte att åstadkomma handel, allt under förutsättning att verksamheten inte endast är knuten till viss ort och drivs i mindre omfattning samt avser fondpapper utgivna av aktiebolag med anknytning till orten.

6.2.4 Grundläggande krav på börsverksamhet

6.2.4.1 Allmänna utgångspunkter

Verksamheten vid Stockholms fondbörs regleras av särskild lagstiftning och fondbörsen står under tillsyn av bankinspektionen. Den börshandel och börsliknande handel med värdepapper och andra finansiella instrument som ligger utanför börsstyrelsens ansvarsområde saknar i princip ett motsvarande regelverk.

I förarbetena till 1979 års börslagstiftning (SOU 1973:60 s. 48 och prop. 1978/79:9 s. 161 f.) uttalades att fondbörsverksamhet, med hänsyn till de betydande ekonomiska värden det rör sig om, bör bedrivas i former som ger den enskilde kapitalplaceraren och allmänheten bästa möjliga skydd i samband med börstransaktioner. Börsverksamhet får därför sägs det endast äga rum med statlig auktorisation och under statlig kontroll.

Enligt vår mening bör vissa allmängiltiga förutsättningar uppställas för börsverksamhet i syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för sådan verksamhet. Förutsättningarna bör vara tillämpliga oberoende av i vilken institutionell form verksamheten bedrivs och vilka värdepapper eller andra finansiella instrument som verksamheten avser. Förutsättningarna kan sammanfattas i följande punkter, till vilka vi hämtat mönster i ett beslut av styrelsen för Stockholms fondbörs den 21 januari 1987.

1. Börsverksamhet måste kännetecknas av neutralitet i förhållande till dem som handlar på börsen. Alla till börsen anslutna aktörer skall således behandlas lika.
2. Det skall vara fritt tillträde till börsen för alla som kan godtas som medlemmar.
3. Alla till börsen anslutna aktörer skall av börsen ges en korrekt, samtidig

och snabb information om handeln. Börsen skall även sörja för att allmänheten får tillgång till information om handeln.

4. Det skall finnas ett regelsystem samt en insyn och kontroll från det allmännas sida som säkerställer kundernas trygghet i börshandeln.
5. Lägsta möjliga avgifter bör eftersträvas.

Till detta kan läggas att en ytterligare förutsättning för en väl fungerande börshandel avser de aktörer som agerar inom handeln. Börshandeln måste, för att allmänheten skall ha förtroende för den, bedrivas av en kompetent och ansvarskännande mäklar- och handlarkår. Kunskap och kompetens måste också finnas hos de organisationer inom vilka börsverksamheten bedrivs. På en börsstyrelse bör, förutom att den skall tillse att reglerna för handeln följs, särskilt ställas krav på att den verkar för upprätthållandet av god börsetik.

Som nämnts uttalades i samband med tillkomsten av lagen om Stockholms fondbörs att börsverksamhet är en så viktig samhällsfunktion att den endast bör få bedrivas efter statlig auktorisation och under offentlig kontroll. Uttalandet torde återspegla en allmänt vedertagen uppfattning. En grundförutsättning för ett sådant system är att det införs lagregler som innebär att börsverksamhet, oavsett vilken marknadsplats det är fråga om och oavsett vilka värdepapper eller andra finansiella instrument som den avser, endast får bedrivas efter särskilt tillstånd och att verksamheten skall stå under det allmännas tillsyn. Vidare måste i sådant fall, efter mönster av vad som gäller för Stockholms fondbörs, det även i övrigt skapas en legal ram kring verksamheten.

Från principiella utgångspunkter kan emellertid ifrågasättas om andra privata företag eller organisationer än Stockholms fondbörs som bedriver eller vill bedriva börsverksamhet utan vidare kan anses uppfylla de allmängiltiga förutsättningar som enligt vad tidigare sagts måste gälla för alla typer av sådan verksamhet. I det följande diskuteras mot bakgrund av de förutsättningar som angivits, om sådana subjekt kan uppfylla dessa krav och vilka lagstiftningsåtgärder som eventuellt måste till för att garantera att så sker. På samma sätt diskuteras också några andra invändningar av principiell natur som kan riktas mot börsverksamhet bedriven av andra privaträttsliga subjekt än fondbörsen.

6.2.4.2 Neutralitet

Neutraliteten hos en privatägd börs som saknar de offentligrättsliga inslag som ligger i Stockholms fondbörs organisatoriska uppbyggnad kan alltid ifrågasättas utifrån allmänna utgångspunkter. Detta gäller särskilt om ett fåtal ägare som också är aktiva i handeln skulle dominera. I ett sådant företag kan ägarna misstänkas för att påverka handelsreglerna eller den löpande verksamheten på ett sätt som gynnar dem själva. Det kan också vara svårt för ledningen för en sådan börs att med tillräcklig styrka se till att de för handeln uppställda reglerna följs. Att en börs saknar de här åsyftade offentligrättsliga inslagen behöver naturligen inte få dessa följder men ris-

ken för att allmänhetens förtroende för börsen kan minska genom misstanke om sådana förhållanden måste på något sätt motverkas.

Huvudmannaskap och ägarbegränsningar

En inventering av ägarförhållandena utomlands vad gäller aktiebörserna ger vid handen att de är medlemsägda. Ägarförhållandena vid options- och terminsbörserna är dock inte längre lika enhetliga.

De etablerade options- och terminsbörserna i USA, England med ett undantag, och Nederländerna ägs av medlemmarna. London International Financial Futures Exchange (LIFFE) har nyligen ombildats till ett aktiebolag. I Frankrike finns en terminsbörs som enligt uppgift drivs som ett aktiebolag och en optionsbörs som är nära knuten till aktiebörsen i Paris. Dessutom har på initiativ av OM ytterligare en optionsbörs startat i Frankrike. På OM:s initiativ har även en optionsbörs startat i Finland och ytterligare en planeras i Norge och Spanien. Börserna i Frankrike och Finland kommer, i vart fall i ett inledningsskede, att ha ett begränsat antal ägare. I Schweiz har nyligen en optionsbörs startat. Det bolag som driver verksamheten ägs av fem banker och tre aktiebörser. Planer finns att etablera en optionsbörs i Västtyskland. Enligt uppgift arbetar man där efter samma modell som i Schweiz. I Danmark har Köpenhamns fondbörs fått tillstånd av industriministern att med ensamrätt driva börsverksamhet med optioner och terminer. Köpenhamns fondbörs juridiska status är närmast jämförbar med Stockholms fondbörs.

En generell iakttagelse är att världens börser har tillkommit genom privata initiativ från köpmän och mäklare. Det framstår därför som helt naturligt att huvudmannaskapet för börsverksamhet världen över domineras av privata intressen. Organisatoriskt har börserna traditionellt varit medlemssammanslutningar av skilda slag.

Beroende av börsverksamhetens betydelse i respektive land har utvecklingen skett olikformigt. En allmängiltig iakttagelse är att statsmakterna genom lagstiftning eller på annat sätt flyttat fram sina positioner och skaffat sig ökat inflytande och kontroll. Den juridiska organisationsform för börsverksamhetens bedrivande som valts varierar från land till land.

Medan de mer etablerade marknadsplatserna är uppbyggda som någon form av ekonomiska föreningar, i vilka de i handeln deltagande äger andelar, har det på senare tid växt fram börser som i stället drivs i aktiebolagsform. I de medlemsägda börserna är det således endast de professionella handlarna som tillåts äga andelar. Detta hindrar i och för sig inte att i en svensk modell en medlemsägd börs skulle kunna ägas även av andra än dem som är aktiva i handeln. I de börser som är organiserade i aktiebolagsform visar utvecklingen att antalet ägare vid bolagsbildningen är begränsat men att det åtminstone i vissa fall finns en uttalad vilja att på sikt sprida ägandet och då även till andra än professionella handlare. Frågan om ägarbegränsning utvecklas ytterligare i avsnitt 6.5.2.

Sett i ett internationellt perspektiv är det således inte givet hur man skall

se på ägarfrågor i förhållande till kravet på neutralitet. Det skulle kunna hävdas att en eller några få ägare som driver börsen i vinstsyfte i vissa situationer skulle kunna påverka börsledningen till åtgärder som strider mot kravet på neutralitet. En regel om ägarbegränsning skulle kunna innebära att företagsledningen lättare skulle kunna agera fritt från påverkan av ägarna. Den antydda lojalitetskonflikten skulle genom en sådan regel komma att tunnas ut. Otillbörliga hänsyn kan emellertid komma att tas även om ägarandelen är liten. En stark företagsledning kan ha egna skäl att gynna vissa aktörer på marknaden. En begränsning av ägandet kan utgöra ett ganska trubbigt instrument för att garantera neutraliteten i börsverksamheten.

Som närmare framgår av avsnitten 6.8, 6.15 och 11.2.1.2 anser vi att samtliga börser och aktörer knutna till börser skall dels stå under bankinspektionens tillsyn och dels vara knutna till en disciplinnämnd. Börsen kommer därvid att kunna och också vara tvungen att agera mot alla anslutna aktörer oavsett om de är ägare till börsen eller ej. Härigenom kommer börsen att vara skyldig att se till att uppställda regler följs och att den som inte gör det drabbas av de sanktioner som regelsystemet innehåller.

Sett i ett internationellt perspektiv finns det således inget som entydigt pekar mot den ena eller andra formen av huvudmannaskap. Det kan dock från allmänna utgångspunkter ändå finnas skäl att på något sätt förhindra att någon får ett alltför stort inflytande över en börs. Detta kan gälla både ägare och företagsledning och diskuteras under avsnitt 6.5.2 och 6.5.3.

Vinstintresset

En börs, oavsett organisatorisk uppbyggnad, måste för att kunna fortleva få täckning för sina kostnader och därutöver ge ett överskott för investeringar i börsverksamheten. I medlemsägda organisationer utan vinstintresse återinvesteras överskottet i börsen medan i de fall börsen drivs i aktiebolagsform överskottet åtminstone till viss del kan delas ut till ägarna.

Som framgått ovan håller ägarstrukturen för både äldre och nyetablerade börser i Europa på att förändras. Aktiebolagsformen används därvid i allt större utsträckning. Detta gäller t.ex. LIFFE i London och de nystartade börserna i Schweiz, Frankrike och Finland. Aktiebolagsformen är sannolikt förenad med vinstintresse på så sätt att ägarna önskar få en god avkastning på satsat kapital. Sistnämnda förhållande gäller även för OM liksom tidigare för SOFE.

Vid de etablerade medlemsägda börserna utomlands, både aktie- och optionsbörser, får medlemmarna köpa in sig i börsen genom att betala för en plats på börsgolvet (en s.k. seat). Det finns möjligheter för en medlem att köpa flera seats och en seat kan säljas. Om börsen går bra och intresset för värdepappersaffärer är stort stiger värdet på en seat. Risken för att medlemmarna därigenom har ett egenintresse i att gynna större aktörer finns således även i en medlemsägd börs av den typ som vanligtvis förekommer utomlands. Genom att antalet medlemmar i regel är betydande uppkommer

dock en konkurrens dem emellan som förbättrar övriga aktörers möjligheter att få sina intressen tillgodosedda.

Från principiella utgångspunkter kan man utifrån neutralitetskravet ifrågasätta om en börs skall få drivas i vinstsyfte. Oavsett i vilken organisatorisk form börsverksamheten bedrivs finns det likväl olika metoder att minska det inflytande vinstintresset kan ha på verksamheten. En möjlighet är t.ex. att i lag införa bestämmelser som, på liknande sätt som tidigare gällde beträffande fondkommissionärernas courtage, gör det möjligt att utfärda föreskrifter om vilka avgifter en börs får ta ut av anslutna kunder.

I avsnitt 6.2.4.6 diskuteras vinstintresset med utgångspunkt från kravet på lägsta möjliga avgifter.

Offentlig styrelserepresentation

I den börsverksamhet som drivs av Stockholms fondbörs säkerställs neutraliteten också genom det stora inflytande det allmänna har i fondbörsens styrelse. Majoriteten av styrelsen, däribland ordförande och vice ordförande, utses således av det allmänna. För att ytterligare stärka garantierna för att en börs med en annan organisatorisk uppbyggnad agerar neutralt kan man på motsvarande sätt samt även efter mönster av vad som gäller för bankaktiebolagen införa ett system där vissa ledamöter i styrelsen utses av det allmänna. Det kan i detta sammanhang också övervägas om inte regeringen i likhet med vad som gäller för bankaktiebolagen skall godkänna valet av styrelseordförande.

Systemet med offentlig styrelserepresentation i affärsbankerna infördes för att ge samhället bättre möjligheter att påverka beslutsfattandet i banken vare sig det gäller finansieringsverksamhetens allmänna inriktning, enskilda kreditfrågor eller andra från det allmännas synpunkt viktiga ärenden. För att ytterligare stärka samhällets inflytande över bankstyrelsernas sammansättning infördes en möjlighet att ge det allmänna ett inflytande över valet av ordförande. Syftet härmed är att skapa garantier för att till ordförande utses en person som kan förväntas verka för att också samhällets intressen beaktas i bankens verksamhet (prop. 1984/85:35 s. 6 ff.).

För att kravet på neutralitet skall kunna anses uppfyllt bör regler med motsvarande innehåll införas för den här åsyftade företagskategorin. Syftet med dessa regler är att skapa garantier för börsens neutralitet. Dessa åtgärder leder också till att de nackdelar som är förknippade med att en börs drivs i vinstsyfte minskar något i styrka.

Neutralitetskravets betydelse för handelssystemet

Neutralitet i börsens handelssystem kan sägas råda när det finns fasta regler för hur handeln skall gå till och då dessa regler inte förfördelar någon kund eller någon till börsen ansluten aktör. Börsens behandling av de order som kommer till börsen skall vara neutral, dvs. alla order skall i princip få samma behandling av börsen. En första förutsättning för att denna likabehandling kommer till stånd är att det finns klara och entydiga regler för hur

inkomna order skall behandlas. För att neutralitet skall kunna upprätthållas måste börsen också kunna uppträda självständigt, dvs. fritt från påtryckning, från de anslutna aktörerna. Vid koncessionsprövningen bör därför stor vikt läggas vid att handelssystemet hos den koncessionssökande börsen innehåller en beskrivning av hur handeln skall gå till, varvid särskild vikt bör läggas vid att undersöka, om reglerna om behandlingen av inkomna order uppfyller kraven på klarhet och entydighet. Bankinspektionen bör i sin tillsynsfunktion ägna uppmärksamhet åt varje förändring och, ifall handelssystemet ändras sedan koncession givits, verka för att nämnda krav tillgodoses i tillräcklig utsträckning.

För att skapa garantier för att personalen hos en privatägd börs verkligen följer de regler som ställts upp vad gäller behandling av inkomna order måste det finnas en effektiv kontroll och övervakning av börsen. Särskilt när vinstintresset finns med i bilden finns risker att börsens objektivitet kan komma att ifrågasättas. Det är ändå de stora aktörerna som har störst betydelse för rörelseresultatet och man kan, från allmänna utgångspunkter, inte bortse från risken för att dessa större aktörer gynnas av börsen på ett otillbörligt sätt. Det är således av vikt att ordna en tillfredsställande kontroll av att detta inte sker.

När det gäller den löpande handeln på en börs har vi kommit fram till att det inte är lämpligt att bankinspektionen sköter denna kontroll. Ansvaret för och kontrollen av den löpande handeln skall i stället ligga hos styrelsen för börsen. Om personal som är anställd av börsen medverkar vid avslut, uppkommer frågan hur denna verksamhet skall kontrolleras. Det kan inte anses vara tillräckligt att börsen kontrollerar sig själv. Kontrollen kan i stället tänkas utförd av något organ utsett av de handlare som är aktiva på börsen. Behovet av sådan kontroll kan vara mer eller mindre uttalat beroende på vilket handelssystem som börsen använder sig av.

På Stockholms fondbörs sker handeln på det offentliga uppropet och på efterbörsen. Offentligt upprop innebär att handlarna är fysiskt närvarande på marknadsplatsen och att de under ledning av en vid börsen anställd person anger de köp- och säljkurser till vilka de är villiga att göra affärer, för ett papper i taget. Det offentliga uppropet omfattar de 50 mest omsatta aktierna. Handeln utanför uppropet med dessa aktier liksom handeln med övriga aktier på A:I- och A:II-listan sker på den s.k. efterbörsen. På efterbörsen kommer avslut till stånd efter fria förhandlingar mellan börsombuden. Avsluten skall rapporteras omedelbart till fondbörsens personal och informationen om avsluten sprids sedan via börsens datoriserade informationssystem till marknaden. Handel på Stockholms fondbörs sker tillika i ett automatiserat system, SAX, där börsmedlemmarna själva för in sina köp- och säljorder och avsluten registreras på maskinell väg.

På OM sker handeln antingen direkt i den datoriserade orderboken eller via OM:s blockorderfunktion. I den datoriserade orderboken sker automatiska avslut avseende mindre order. De till OM direkt anslutna aktörerna kan i datorn själva föra in sina köp- och säljorder. I terminalen sammanförs sedan automatiskt inkomna order efter kriterierna bästa pris och ankomsttid.

Handel på OM:s blockordermarknad initieras av anslutna aktörer via telefon. De order som kommer in till OM noteras på tavlor med angivande av tid. Bästa köp- och säljkurs distribueras omedelbart via flertalet elektroniska informationssystem. Sälj- och köporder som överensstämmer med varandra bekräftas som avslut av personal anställd vid OM. Det personalen gör är således att med utgångspunkt från vad som antecknats på tavlorna para ihop samstämmiga sälj- och köporder. Sammanförandet sker efter kriterierna bästa pris följt av tid. Kombinationsorder, som innebär att flera order förs samman i ett flerpartsförhållande, har företräde framför raka order. OM:s personal tar också i fråga om kombinationsorder ibland per telefon kontakt med kunderna. Detta sker endast enligt i förväg fastställda regler. Avsluten registreras omgående i informationssystemet och sprids till marknaden. Genom blockorderhandeln agerar handlarna anonymt. Tillträde till blockorderhandeln sker genom ett telefonkösystem. Den som först ringt kommer först fram. För att i efterhand kunna kontrollera att OM:s blockorderpersonal rätt uppfattat de order som lämnats spelas alla telefonsamtal in på band med angivande av tid. OM har sedan flera år tillbaka också erbjudit marknaden att ha en av OM betald person närvarande på OM med uppgift att övervaka blockorderfunktionen. Detta erbjudande har i början av 1989 framförts på nytt och har antagits av Svenska fondhandlareföreningen. Tanken är att en sådan kontroll skall ske löpande i handeln och därmed också fullgöra en profylaktisk uppgift genom sin förekomst. Kontrollen skulle kunna omfatta möjlighet att visuellt följa handeln på tavlorna, att avlyssna pågående telefonsamtal, att kontrollera bandupptagningar, mottaga och utreda klagomål m.m.

SOFE:s handelssystem var uppbyggt som en auktionshandel kompletterad med terminalhandel. Även hos SOFE kunde alltså de anslutna handlarna lägga in order direkt i ett elektroniskt handelssystem. Auktionshandeln innebar att de anslutna handlarna hade möjlighet att ha en egen representant eller kunde anlita en s.k. broker som agerade på SOFE:s börsgolv. Handeln där skedde genom att deltagarna ropade ut sina bud. SOFE:s handelssystem innehöll också det s.k. system-2000. Systemet var ett dubbelriktat talkommunikationssystem med fasta telefonförbindelser med anslutna handlare. Aktörerna kunde sitta på hemmakontoret och lyssna på vad som sades på börsgolvet. De hade även möjlighet att själva ropa ut order och accept. All kommunikation via system-2000 spelades in på band. Affärsrapportering i detta system skedde via SOFE:s personal som bl.a. fyllde i s.k. köp- och säljslippar.

Vid en jämförelse mellan ett datoriserat handelssystem, som i SAX, ett handelssystem av typ open outcry och OM:s blockorderhandel synes behovet av kontroll vara störst i OM-fallet. I ett datoriserat handelssystem sköts behandlingen av inmatade order utan mänsklig inblandning. Är dataprogrammet utformat så att inkomna order behandlas neutralt synes behovet av kontinuerlig övervakning från någon utanför börsen vara relativt litet. Dessutom kan handlarna själva på sina skärmar se om allt går rätt till.

Vid börshandel med fysiskt närvarande handlare finns förutsättningar för att handlarna själva skall kunna kontrollera att börsens personal sköter sina uppgifter i enlighet med uppställda regler. Är handeln uppbyggd som open outcry avges anbud och accept av handlarna, medan börsens anställda registrerar gjorda avslut samt övervakar att handeln på börsgolvet sker under ordnade former. Särskilt utsedda personer bland de börsanställda representerar anonymt lagda order i form av en "limit order book". Deras befattning i handeln kan iakttas av de fysiskt närvarande handlarna. Inte heller i ett sådant handelssystem framstår behovet av en ytterligare daglig kontroll av den löpande handeln som särskilt uttalat. Vad som här sagts utgör inget lovprisande av open-outcry-systemet i och för sig. På ett börsgolv med fysiskt närvarande handlare kan, som framgått av uppgifter i pressen, förekomma otillbörliga förfaranden mellan förmedlarna visavi slutkunderna. Sådana förfaranden kan man dock inte komma åt genom att förbjuda handelssystemet open outcry. Att förmedlarna redovisar ett felaktigt pris till kunden kan förekomma oavsett i vilket handelssystem handeln sker och oavsett om den sker på en börs eller ej.

Den blockorderhandel som förekommer vid OM, där buden lämnas per telefon och endast OM:s personal är närvarande på marknadsplatsen, kan föranleda betänkligheter från principiella utgångspunkter. Frågan är närmare bestämt, om man kan förlita sig på att buden tas emot och registreras samt avsluten genomförs på ett korrekt sätt, när handlarna inte själva är närvarande. Vi vill understryka att någon felaktig hantering från OM:s sida inte påvisats och inte heller kan antas ha förekommit. Även om OM:s regelsystem är väl uppbyggt för att iaktta neutralitet, kan dock ifrågasättas om tillräckliga garantier finns att kravet på neutralitet alltid kan upprätthållas. Detta gäller särskilt vid hanteringen med kombinationsorder där flera parter måste sammanföras. Eftersom de större aktörernas agerande i handeln har störst betydelse för resultatet finns ett ekonomiskt incitament att i vissa situationer avvika från neutraliteten. Sannolikt är risken härför störst i en turbulent marknad där omsättningen är hög och avsluten avverkas i snabbt tempo.

Även bortsett från risken för missbruk kan OM:s telefonhandel ifrågasättas med hänsyn till kravet på neutralitet. Telefonbuden framförs ett i taget till enskilda anställda. Det är fråga om kommunikation mellan människor och hur neutrala OM:s anställda än anstränger sig att vara i ordval och tonfall lär det inte kunna undvikas att en skicklig och erfaren handlare kan dra sina slutsatser om marknadsläget av det sätt på vilket den anställde svarar. I motsats till vad som sker vid auktionshandel av olika slag är han ensam om att kunna utnyttja just det samtalet för sina bedömningar.

Å andra sidan har vi funnit att de till OM anslutna handlarna uppskattar det sätt på vilket handeln bedrivs hos OM. Det av OM uppställda regelverket har alltså accepterats av marknaden. Det finns inget som tyder på att OM:s personal inte följer de regler som ställts upp. OM torde också ha ett mycket starkt eget intresse av att reglerna efterlevs av personalen. Skulle misstankar uppstå om att reglerna inte följdes skulle det leda till att mark-

nadens förtroende för OM skulle minska vilket vore till nackdel för verksamheten. Ett förhållande som bör beaktas i detta sammanhang är att OM etablerat sig både i Frankrike och Finland. Detta talar för att systemet accepterats internationellt, även om i Frankrike OM:s telefonhandel föranlett särskilda överväganden vid förhandlingar mellan OM France (OMF) och tillsynsmyndigheten C.M.T. OM:s handelssystem har alltså visat sig vara ett exempel på framgångsrik tjänsteexport från Sverige.

Frågan blir därför om OM:s telefonhandel kan kontrolleras på ett effektivt sätt. De aktörer som deltar i handeln vid OM har möjlighet till viss efterhandskontroll. I de fall OM:s personal inte följt givna regler kan det upptäckas t.ex. genom de avslut som registreras och sprids till marknaden. En kund kan då jämföra de priser han själv erbjudit med avslutsinformationen. Eftersom alla telefonsamtal spelas in på band med angivande av tid finns det en möjlighet att gå tillbaka och kontrollera vad som hänt. Bristen med kontrollen är att det i dag inte finns någon kontinuerlig övervakning av att de anställda följer givna regler. Betydelsen av denna brist kan dock komma att minska eftersom marknaden nu antagit det av OM givna erbjudandet att ha kontrollanter närvarande. Två kontrollanter har också anställts under september 1989. Det förhållandet att OM står för kostnaderna för kontroller kan visserligen förefalla principiellt betänkligt men kan inte tillmätas någon avgörande betydelse.

Kontrollsvårigheter finns också i andra handelssystem. Detta gäller t.ex. den handel som sker under efterbörsen på Stockholms fondbörs. Som nämnts sker handeln där genom fria förhandlingar mellan börsombuden. Under dessa förhandlingar finns ingen garanti för att ombuden skaffar sig tillräcklig information om marknadsläget för en viss aktie eller att de anmäler avslut inom föreskriven tid. Det kan alltså inträffa att en kund inte får avsluta sin affär till det bästa tillgängliga priset. Systemet kan således innebära att någon kund förfördelas och att informationen inte rätt speglar den handel som förekommer och någon möjlighet till efterhandskontroll finns knappast.

En fullständig kontroll av att handeln alltid sker i enlighet med uppställda regler kan knappast uppnås i något handelssystem. I samband med auktorisation av en börs bör tillståndsorganet kontrollera om den tilltänkta verksamheten innehåller ett från neutralitetssynpunkt acceptabelt handelssystem. De krav som bör ställas upp är att systemet inte förfördelar någon kund och att de anslutna aktörerna har möjlighet att kontrollera att givna regler följs av börsen. Allmänheten bör också via bildskärmar eller på annat sätt kunna följa handeln. Därvid bör också beaktas att i och med att en börs får tillstånd ställs den under tillsyn och därigenom har också det allmänna möjlighet till insyn i hur systemet fungerar i praktiken. Det finns därför i och för sig inte skäl att förorda något handelssystem framför ett annat.

OM:s telefonhandel är dock så särpräglad i förhållande till den verksamhet som drivs av exempelvis Stockholms fondbörs att vi ändå funnit det vara nödvändigt att göra särskilda överväganden i den frågan. Till våra slutsatser i den delen återkommer vi i avsnitt 6.2.6.

6.2.4.3 Fritt tillträde

Den andra grundsatsen som måste uppfyllas är att det även i ett system med privatägda börser, uppbyggda på annat sätt än Stockholms fondbörs, måste kunna garanteras att alla som kan godtas som börsmedlemmar har fritt tillträde till marknadsplatsen, dvs. att det inte möter något hinder att bedriva handel där. Detta uppnås genom att verksamheten blir föremål för auktorisation och kontroll genom det allmänna samt genom att man inför bestämmelser i lag som reglerar förutsättningarna för börsanslutning.

Grundsatsen att alla börsanslutna skall ha lika och fritt tillträde kan således upprätthållas oavsett under vilket huvudmannaskap eller i vilken organisatorisk form börsverksamhet drivs.

6.2.4.4 Korrekt, samtidig och snabb information om handeln

Den tredje förutsättningen är att alla till börsen anslutna aktörer har rätt till en korrekt, samtidig och snabb information om handeln vid börsen. Datatekniken är i dag sådan att det inte är nödvändigt att befinna sig på ett börsgolv för att veta vad som händer på börsen. Det viktiga är att det skapas garantier för att man från marknadsplatsen omedelbart för in i det elektroniska informationssystemet alla relevanta uppgifter om handeln så att alla till informationssystemet anslutna aktörer samtidigt kan ta del av informationen. Även allmänhetens behov av information måste tillgodoses av börsen. Detta kan tillfredsställas genom att allmänheten får tillträde till börsen eller genom att börsen tillhandahåller en effektiv information via media.

För att öka tillförlitligheten av informationsgivningen kan man tänka sig att kräva att även affärer som av auktoriserade handlare görs utanför börsen omedelbart (efter x antal minuter eller sekunder) skall inrapporteras till börsen. Den tekniska utvecklingen torde göra det möjligt att ställa sådana krav även beträffande affärer som görs när börsen är stängd, så till vida att uppgifterna om affärerna kan föras in av handlarna själva i informationsdelen av börsens datasystem. Inte heller informationsspridningen torde vara en fråga som har samband med börsens organisatoriska uppbyggnad, och de krav som kan ställas på informationen kan uppfyllas oavsett vem eller vilka som är huvudman för börsen.

6.2.4.5 Skyddsintresset

Nästa allmängiltiga förutsättning, att det skall finnas ett regelsystem samt en insyn och kontroll från det allmännas sida som säkerställer kundernas trygghet i börshandeln, rör vad som sammanfattningsvis kan kallas skyddsintresset.

Som tidigare framhållits är börsverksamhet en så viktig samhällsfunktion att den endast bör få bedrivas efter statlig auktorisation och stå under offentlig kontroll.

I en marknadsform med konkurrens mellan flera privatägda marknadsplatser finns ändå alltid en risk för att de olika börserna som ett konkurrens-

medel i jakten på större marknadsandelar sänker de krav som uppställts vad gäller olika skyddsregler. Denna risk är särskilt beaktansvärd om börserna drivs i vinstsyfte. Ett sådant tillvägagångssätt skulle onekligen kunna äventyra allmänhetens skydd vid börstransaktioner. Detta skulle kunna vara ett skäl för att inte tillåta att andra företag än Stockholms fondbörs fick driva börsverksamhet.

I Sverige har OM bedrivit börsverksamhet sedan 1985 och SOFE under åren 1987 och 1988. Man bör därför inte diskutera denna fråga utan att ta hänsyn till hur dessa börser levt upp till kravet att tillgodose skyddsintresset.

Under hösten 1987, i samband med de stora kursfallen på aktier, uppdagades att en del banker, fondkommissionsbolag och försäkringsbolag tagit stora risker i handeln med optioner och terminer. Riskerna bestod i att man underlåtit att ta in föreskrivna säkerheter i samband med kommissionsaffärer eller att man inte haft tillräcklig kontroll på sina egna affärer. I de utredningar som bankinspektionen och försäkringsinspektionen företagit i anledning av dessa förlustaffärer har emellertid intet framkommit som utvisar brister i de säkerhetssystem som OM och SOFE utvecklat. Förlustaffärerna i options- och terminshandeln utvisar således inte att OM och SOFE skulle ha utnyttjat säkerhetskraven som konkurrensmedel.

Utifrån allmänna utgångspunkter kan man likväl inte bortse från risken för att det tummas på säkerhetskraven och andra skyddsregler i en marknad där konkurrens råder. Den risken bör man dock kunna eliminera genom lagstiftning och en effektiv kontroll från det allmännas sida.

Det förtjänar i detta sammanhang framhållas att derivatmarknaden är komplicerad på grund av instrumentens särdrag och det omfattande regelsystem som styr handeln. Riskerna i handeln är också betydande. Dessa förhållanden är dock desamma oavsett vilken institutionell form för verksamheten som väljs.

I motiven till 1979 års lagstiftning, genom vilken Stockholms fondbörs tillades monopol på fondbörsverksamhet, framhölls vidare att ägande av framför allt aktier är att anse som en sparform som är jämförlig med bank- och försäkringssparande och att det därför var naturligt att allmänheten beträffande all här i landet bedriven börsverksamhet fick sitt kapitalskyddsintresse tillgodosett på motsvarande sätt som i fråga om bank- och försäkringsrörelse.

Handeln med standardiserade optioner och terminer har emellertid inte samma funktion som handeln med aktier, obligationer o.d. Medan handeln i sistnämnda instrument kan användas som en form av sparande används i stället optioner och terminer för att säkra en kurs, öka avkastningen, skydda mot kursfall m.m. De derivata och de underliggande instrumenten har alltså delvis skilda användningsområden.

Handeln med optioner o.d. skiljer sig således i flera avseenden från sparande. Det föreligger emellertid ett sådant samband mellan handeln i optioner m.m. och handeln i underliggande instrument, t.ex. aktier, att den grundsats som kommer till uttryck i 2 § värdepappersmarknadslagen – handel med fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för

värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras – också bör gälla för handeln med optioner m.m. Grundsatsen, som utgör en norm för vad som bör gälla för handel med finansiella instrument i stort, är tillämplig oavsett i vilken institutionell form handeln sker. Den utesluter således i sig inte options- och terminsbörser med annat huvudmannaskap och annan organisatorisk uppbyggnad än Stockholms fondbörs. Förutsättningen för att grundsatsen skall kunna upprätthållas även om verksamheten anförtros andra typer av privata företag är dock att lagregler införs som garanterar insyn, inflytande och kontroll för det allmänna.

6.2.4.6 Låga avgifter

Målet att hålla avgifterna, här avses endast sådana avgifter som börsen tar ut av de anslutna aktörerna, så låga som möjligt kan uppnås om man har flera privatägda börser som konkurrerar med varandra. I en sådan situation torde nämligen transaktionskostnaderna just på grund av konkurrensen komma att hållas på en rimlig nivå. Under vissa tidsperioder kan det dock inträffa att endast en börs fungerar, sedan de övriga börserna konkurrerats ut, och att det därmed uppstår ett faktiskt privat monopol. Vidare kan en börs ha ett faktiskt monopol på handeln med vissa typer av finansiella instrument. Börsen skulle då befinna sig i en situation där den kunde införa regler som gynnade börsens ägare, t.ex. genom att införa onödigt höga avgifter.

Ett faktiskt privat monopol lever i princip under hotet av att en konkurrent etablerar sig på marknaden. En förutsättning härför är dock att de legala, ekonomiska eller tekniska hindren för att etablera en ny, konkurrerande börs inte är alltför stora. Hotet om att en konkurrent kan etablera sig får således inte vara endast teoretiskt. Att i dagens situation starta en svensk börs som kan konkurrera med de redan befintliga torde vara svårt. Dessa löper däremot alltid risken av utländsk konkurrens. En sådan kan dock inte anses vara tillräcklig, om målsättningen är att koncentrera handeln med svenska finansiella instrument till Sverige.

I dag – sedan verksamheten vid SOFE upphört – har OM ett faktiskt privat monopol på all handel med aktieoptioner, aktieterminer, indexoptioner, indexterminer och ränteoptioner. OM har emellertid sedan starten 1985 vid flera tillfällen sänkt sina avgifter. Förklaringen härtill kan vara att omsättningen blivit högre än man räknat med. Även etableringen av SOFE kan ha bidragit men något säkert underlag för ett sådant påstående finns inte.

Med avgifternas storlek för ögonen torde ett monopol av offentligrättslig karaktär allmänt sett vara att föredra framför ett faktiskt privat monopol. Skälet härtill är att ett privat företag som blivit ensamt på marknaden, totalt eller i fråga om vissa finansiella instrument, har större anledning att höja avgifterna i syfte att ge ägarna bättre avkastning på investerat kapital. Risken för missbruk i detta hänseende torde endast med svårighet kunna

elimineras genom insyn och kontroll i verksamheten från det allmännas sida. En utväg som bör prövas är dock att meddela föreskrifter om prissättningen. Med en sådan åtgärd bör det kunna vara möjligt att uppfylla även förutsättningen lägsta möjliga transaktionskostnad oavsett under vilket huvudmannaskap eller i vilken organisatorisk form börsverksamhet drivs.

6.2.4.7 Övriga förutsättningar

Ytterligare en förutsättning för en väl fungerande börshandel avser de aktörer som agerar inom handeln. Börshandeln måste, för att allmänheten skall ha förtroende för den, bedrivas av en kompetent och ansvarskännande kår av mäklare och handlare. Detta krav upprätthålls genom de regler om auktorisation och tillsyn som gäller för fondkommissionärer och som enligt vårt förslag även skall gälla för andra som får ansluta sig till en börs.

Kunskap och kompetens måste också finnas inom de organisationer som bedriver börsverksamhet. Vidare bör man ställa krav på styrelsen för en börs att den tillser att de regler som ställts upp för handeln följs och att den verkar för upprätthållandet av god börsetik. Samtliga dessa krav kan tillgodoses genom ett auktorisationsförfarande och genom att börsen ställs under offentlig tillsyn.

6.2.5 Marknadsutvecklingen

Det kan finnas skäl att något diskutera organisationsformens betydelse för marknadsutvecklingen.

Ekonomie doktor Ragnar Lindgren utarbetade på uppdrag av optionsutredningen (bilaga 3 till optionsutredningens betänkande SOU 1988:13) ett underlag för att kunna bedöma options- och terminsmarknadernas samhällsekonomiska betydelse. Lindgren anlägger där följande principiella synpunkter på valet av marknadsform:

> En fråga av principiellt intresse som diskuteras i den ekonomiska litteraturen är valet av marknadsform. Bör det finnas ett av staten sanktionerat börsmonopol eller skall det råda etableringsfrihet för nya börser?
>
> Normalt gäller att monopol kan vara den kortfristigt effektivaste organisationsformen, om stordriftsfördelar föreligger. Långsiktigt brukar etableringsfrihet och konkurrens ha fördelar genom att ge incitament till en snabbare utveckling av nya produkter och processer. Monopol tenderar att vara statiskt effektiva under det att etableringsfrihet ger högre dynamisk effektivitet. När det gäller organisationen av optionsmarknaden skulle ett monopol ha kostnadsfördelar genom att all information samlas på ett ställe och det inte finns något behov av arbitrage mellan olika börser. Detta skulle sannolikt innebära minskade kostnader för mäklarna och enklare information till kunderna. Å andra sidan har utvecklingen av OM och SOFE väl illustrerat fördelarna med att nya organisationer kunnat utvecklas för att introducera nya produkter och metoder. Så länge som nya produkter skapas och marknaderna utvecklas, torde konkurrensen vara av godo. När marknaderna så småningom blir mer mogna och statiska, kan en strukturrationalisering

antas ske, så att handel i ett instrument koncentreras till en marknadsplats och så att instrument som är nära substitut standardiseras. Enligt all erfarenhet kommer denna process att ske spontant utan behov av statlig reglering.

Nackdelen med denna tendens till naturligt monopol är att det kvarvarande företaget kan utnyttja sin ställning för att göra monopolvinster eller bli ineffektivt. Risken därför minskas om det är lätt för en ny konkurrent att etablera sig. Då måste monopolisten agera som ett konkurrensföretag för att inte kunderna skall hjälpa ett nytt företag att etablera sig. Detta resonemang innebär, att det är viktigt, att inte staten försvårar nyetableringar.

Fördelarna med en organisation där flera börser kan få tillstånd att driva börsverksamhet med optioner och terminer skulle alltså ligga i att aktörerna ges valmöjligheter och att marknaden utvecklas snabbare och blir effektivare. De negativa följder som ett sådant system med privata börser kan få ligger främst i risken för att utvecklingen går så snabbt att aktörernas kunskap om instrumenten inte hinner fördjupas och att regelverket inte hinner anpassas till instrumentens särart. Detta kan leda till förluster för aktörerna som negativt påverkar allmänhetens förtroende för handeln. De förluster i options- och terminshandeln som några banker, fondkommissionsbolag och försäkringsbolag drabbades av under hösten 1987 kan tjäna som exempel på att medvetenheten om handelns risker inte var påfallande hög och att därför den interna kontrollen hos dessa företag inte var tillräckligt utvecklad.

De negativa följderna kan såsom påpekats minskas genom att det skapas en lämpligt utformad lagstiftning genom vilken de grundläggande förutsättningarna för börsverksamhet kan upprätthållas. Ett sådant system kräver dock ökade insatser i form av tillsyn och kontroll från det allmännas sida.

6.2.6 Slutsatser

Värdepappersmarknaden är en av de marknader som anses spela en central roll i vår ekonomi. Den utgör en möjlighet att slussa allmänhetens sparmedel till företagen och för staten, kommunerna och mellanhandsinstituten att skaffa nytt kapital. För att värdepappersmarknaden skall fungera smidigt är det viktigt att det kontinuerligt finns tillförlitliga prisnoteringar på olika värdepapper som vägleder företagsledningar, större investerare och allmänheten. En effektiv och likvid andrahandsmarknad med värdepapper är därför en betydelsefull del av samhällsekonomin.

Vi har i andra sammanhang framhållit vikten av att förutsättningar skapas för en hög likviditet inom värdepappershandeln. En god likviditet är av avgörande betydelse för attraktionskraften hos en börs och den är av vikt för en riktig prissättning på börsen. Koncentration av handeln till *en* börs leder sannolikt till att likviditeten där blir bättre än om handeln sprids på *flera* börser. Även om det är likviditeten totalt på marknaden som är avgörande för om ett värdepapper lätt kan omsättas är det ändå en fördel

med att den huvudsakliga delen av handeln koncentreras till en börs. Utländska placerares vilja att göra värdepappersaffärer i Sverige är sannolikt beroende av att det finns en effektiv och likvid börshandel i Sverige. Av detta skäl är det önskvärt att söka en lösning som koncentrerar handeln till en plats.

En av börsens viktigaste uppgifter är att samla och sprida information om handeln. Koncentreras börsverksamheten till ett ställe så att all information lämnas till och från samma ställe så gynnas handeln av det. Koncentration av börsverksamhet för således med sig att informationsgivningen blir effektivare. Även detta talar för att handeln med ett finansiellt instrument bör samlas till en börs och inte spridas på flera.

Fördelarna med en organisation där flera börser kan få tillstånd att driva handel med värdepapper och andra finansiella instrument ligger i att aktörerna ges valmöjligheter och att marknaden utvecklas snabbare. Nackdelarna ligger i de risker för otillbörliga hänsyn som kan förekomma om börsverksamheten drivs i vinstsyfte. Såsom tidigare framhållits på flera ställen bör det dock finnas möjligheter att minska de risker som är förknippade med en sådan organisationsform. Detta kan åstadkommas genom en lämpligt utformad lagstiftning genom vilken det skapas förutsättningar för att de grundläggande kraven på börsverksamhet kan upprätthållas. Även om ett sådant system kräver ökade insatser i form av tillsyn och kontroll från det allmännas sida bör privatägda börser drivna i vinstsyfte ändock inte uteslutas som en tänkbar möjlighet vad avser den institutionella formen.

En väl fungerande andrahandsmarknad med värdepapper är som nämnts ett viktigt led i företagens, statens, kommunernas m.fl. möjligheter att skaffa kapital. Options- och terminsmarknaderna fyller inte någon motsvarande funktion och påverkar därmed inte direkt kapitaltillgången för t.ex. företagsfinansiering. Även om handeln med optioner och terminer inte binder några reala resurser så innebär emellertid inte det att handeln därför är utan betydelse för möjligheterna att skaffa kapital för t.ex. företagsfinansiering. Handeln ger också möjligheter till hantering av risker. Enligt flera gjorda undersökningar ökar förekomsten av options- och terminshandel likviditeten och minskar prisfluktuationen för de underliggande värdepapperen. En annan fördel är att en investerare kan öka sin avkastning på t.ex. aktier genom att göra placeringar i aktie- eller indexoptioner. Detta kan leda till att investerarens avkastningskrav på aktierna minskar. Därigenom blir det lättare och billigare för företagen att skaffa riskvilligt kapital via aktiemarknaden. Slutsatsen av detta resonemang är att förekomsten av en derivatmarknad kan leda till att företagens finansieringsmöjligheter förbättras.

Handeln med aktier och obligationer framstår i förhållande till options- och terminshandeln dock ur samhällsekonomisk synpunkt som särskilt betydelsefull. Utan en väl fungerande handel i dessa instrument skulle det inte finnas några förutsättningar för handel med derivat. De önskemål om en koncentration av värdepappershandeln som vi uttalade inledningsvis i detta

avsnitt avser därför i första hand primär- och andrahandsmarknaden för de underliggande värdepapperen.

Aktiemarknaden är särpräglad på det sättet att en aktie utgör en ägarandel i bolaget och att aktieinnehavet medför en rätt att rösta på bolagsstämman. Aktiehandeln är sålunda av omedelbar betydelse för ägandet inom näringslivet. Aktiehandeln är också mer påverkbar av konkurrensen från utlandet. Mot bakgrund härav och med hänsyn till allmänhetens stora intresse för aktier framstår det som särskilt viktigt att börshandeln med aktier är effektiv och likvid och i övrigt fungerar på ett sunt sätt. Samma förhållande gäller de aktierelaterade fondpapper, såsom konvertibler, teckningsoptioner, emissionsbevis, och de vinstandelsbevis som bolagen ger ut. Allt detta talar för att handeln med aktier och aktierelaterade fondpapper samlas till en enda stark nationell börs. Stockholms fondbörs har sedan år 1980 haft ett legalt monopol på denna handel och har skött den på ett kompetent sätt. Det är inte önskvärt att en uppsplittring av marknaden sker på detta område. Det skulle exempelvis inte vara lämpligt att aktier som avregistrerats från Stockholms fondbörs på grund av missförhållanden från aktiebolagets sida skulle kunna tas upp till börshandel på en privatägd börs.

Det anförda talar för att avistahandeln med aktier, nämnda aktierelaterade instrument och vinstandelsbevis fortfarande bör vara förbehållen Stockholms fondbörs. Inom handeln med andra fondpapper har fondbörsen inte kunnat hävda sin ställning som central marknadsplats. Det har i stället i dessa andra fondpapper utvecklats en från tid till annan likvid handel utanför fondbörsen som väl tjänat allmänhetens bästa. Ett fortsatt börsmonopol vad gäller dessa instrument synes inte fylla någon praktisk funktion. Det finns därför knappast skäl att behålla börsmonopolet vad gäller andra fondpapper än aktier, aktierelaterade instrument och vinstandelsbevis. Ej heller finns det tillräckliga skäl att införa ett legalt börsmonopol vad gäller handel med de finansiella instrument som förekommer på obligations- och penningmarknaden samt inom den verksamhet som administreras av OM.

Från lagteknisk synpunkt framstår det inte som eftersträvansvärt att vidmakthålla ett legalt börsmonopol för aktier o.d. men ej för andra fondpapper eller övriga finansiella instrument. Härigenom skulle en oönskad asymmetri i lagstiftningen uppkomma. Lagtekniskt bör utgångspunkten vara att det om möjligt skapas enhetliga regler som omfattar hela värdepappersmarknaden.

Enligt vår mening bör det grundläggande kravet för att koncession skall kunna ges till en annan börs än Stockholms fondbörs vara, att verksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna. Med det behov av koncentration av aktiehandeln till en marknadsplats som vi redovisat i det föregående och det sätt på vilket Stockholms fondbörs bedriver aktiehandeln kan vi inte se att ytterligare en aktiebörs skulle bli till nytta från allmän synpunkt. I praktiken kommer det sagda att innebära att Stockholms fondbörs även i fortsättningen kommer att inta en helt dominerande position på detta område.

Ytterligare åtgärder för att höja likviditeten på Stockholms fondbörs och därmed öka fondbörsens konkurrenskraft gentemot utlandet diskuteras i avsnitt 6.10.

Som antytts bör kravet på behovsprövning gälla etablering av börsverksamhet för handel även med andra finansiella produkter än aktier o.d. Med hänsyn till att Stockholms fondbörs inte alls eller endast i mindre mån kunnat samla handeln till sig på dessa områden finns anledning att inte inta en så restriktiv hållning vad gäller nyetablering av sådan börsverksamhet. Privatägda börser drivna i vinstsyfte bör alltså kunna bli en realitet på detta område. Avsikten är dock även här att det inte skall etableras fler börser än som kan vara till nytta för samhällsekonomin.

En behovsprövning leder dock inte automatiskt till att det bara kan etableras en börs i varje instrument. Finns det ett verkligt behov av två börser i samma instrument, vilket det kan finnas bl.a. om den börs som först etableras inte fungerar tillfredsställande, bör tillstånd kunna ges till en konkurrent. Härigenom kan marknadskrafterna ges möjlighet att sköta urvalet.

Det bör än en gång påpekas att vårt förslag innebär att privatägda börser drivna i vinstsyfte skall från det allmännas sida utsättas för en omfattande och ingående kontroll, innan etablering får ske, och att verksamheten skall ställas under det allmännas tillsyn och kontroll. Syftet härmed är att skapa förutsättningar för att de grundläggande kraven på börsverksamhet, nämligen neutralitet, fritt tillträde, god genomlysning, kundskydd samt låga avgifter, skall kunna upprätthållas vinstintresset till trots.

Vidare bör framhållas att Stockholms fondbörs i lag bör ges rätt att bedriva börsverksamhet även med andra finansiella instrument än fondpapper. Härigenom kommer de privatägda börserna alltid att leva under hotet av att Stockholms fondbörs startar en konkurrerande verksamhet. Det hotet kan inte uppfattas som enbart teoretiskt.

I avsnitt 6.2.4.2 har vi diskuterat den telefonhandel som OM bedriver. Vi anser att den kan föranleda principiella betänkligheter med hänsyn till kravet på neutralitet. Enligt vår mening är det från den utgångspunkten att föredra att även blockorderhandel av den typ som kännetecknar OM sker inom ett helt datoriserat system. I så fall förebyggs riskerna för att enskilda aktörer kan bli avsiktligt eller oavsiktligt gynnade till följd av den mänskliga faktorn. Inom OM pågår för närvarande ett utvecklingsarbete inom det elektroniska handelssystemet. Resultatet härav kommer enligt planerna att bli att även större order kan omhändertas elektroniskt. Automatisk matchning kommer att kunna ske av alla i ett instrument lagda order oavsett handelspostens storlek. Inom det i dag pågående utvecklingsarbetet ser man det dock inte som möjligt att också klara av kombinerade order, t.ex. spreadorder, inom det elektroniska systemet. Skälet härtill uppges vara att det med dagens teknik inte går att uppfylla kravet på tidseffektivitet vid datorserad handläggning av sådana order. Från OM:s sida framhålls att den bilden kan komma att ändras med ökande prestanda i framtida datorlösningar. Vi vill för egen del tillägga att den betydande innovationskraft som OM visat säkerligen kommer att bidra till att OM kan tillgodogöra sig teknikens landvinningar allteftersom de kommer fram.

Det är emellertid också en ekonomisk fråga hur snabbt utvecklingsarbetet kan bedrivas. Samtidigt vill vi understryka, dels att ingen synes ha ifrågasatt att OM:s handelssystem hittills har fungerat oklanderligt, dels att det uppenbarligen omfattas av marknadens förtroende. OM är också i färd med att tillskapa en löpande kontroll genom representanter för dem som handlar på marknadsplatsen. Mot denna bakgrund finns enligt vår mening ingen anledning att framtvinga en brådstörtad övergång till ett helautomatiserat system. Det är vår uppfattning att ett sådant kommer inom en icke avlägsen framtid. Takten för en övergång anser vi oss dock inte nu kunna bedöma. Därest OM liksom hittills lyckas upprätthålla en strikt neutralitet inom sitt nuvarande handelssystem behöver handelssystemet inte anses utgöra ett hinder med hänsyn till kravet på neutralitet mot att OM beviljas koncession. En förutsättning är därvid särskilt att det system för löpande kontroll genom utomstående som OM nu fått till stånd fungerar tillfredsställande, bl.a. i det hänseendet att eventuella iakttagelser av missförhållanden inrapporteras till bankinspektionen. Skulle de datatekniska förutsättningarna komma att medge en helt eller i huvudsak automatiserad handel eller omständigheter komma fram som gör att anledning finns att ifrågasätta neutraliteten i handelssystemet, bör koncessionen omprövas av tillståndsmyndigheten.

Koncessionskraven och de övriga villkor som enligt vårt förslag måste uppfyllas diskuteras ytterligare i avsnitt 6.4–6.7.

6.3 Clearingorganisationen

6.3.1 Inledning

I detta avsnitt diskuteras hur clearingverksamheten inom börshandeln med optioner och terminer bör vara organiserad. Även här är utgångspunkten för diskussionen de allmängiltiga förutsättningar som bör gälla för börsverksamhet. Dessa förutsättningar bör nämligen gälla även för clearingverksamhet. Skälen härför anges i avsnitt 6.3.4.1. Vidare diskuteras också clearingens organisatoriska samband med marknadsplatsen. Inledningsvis lämnas en kortfattad redogörelse för innebörden av clearingverksamhet i options- och terminsmarknaden.

6.3.2 Innebörden av clearingverksamhet – vad konstituerar en clearingorganisation?

Clearing betyder i vanligt språkbruk utjämning eller kvittning av ömsesidiga fordringar till exempel mellan stater på grund av handelsavtal eller mellan banker. Clearing mellan de svenska affärsbankerna sker dagligen i riksbanken genom bokföringsmässiga överföringar av medel som varje bank håller på checkräkning i riksbanken.

Inom handeln med optioner och terminer innefattar clearing en annan

funktion. Den som utför clearingen påtar sig nämligen ansvaret för att samtliga kontrakt uppfylls. Detta garantiåtagande uppfylls genom att den som upprätthåller clearingen inträder som motpart till både köparen och säljaren av ett options- eller terminsavtal. Det är dock tänkbart att garantiåtagandet kan utformas även på annat än här beskrivet sätt, dvs. att clearingen med bibehållandet av sitt garantiansvar ändå inte uppträder som part i handeln.

Förutom det nyss nämnda garantiansvaret utför clearingen även andra uppgifter. Den administrerar säkerhetshanteringen och registreringen av transaktioner samt kontrollerar att säkerheter ställs i föreskriven utsträckning m.m.

En typisk optionsbörs består således av två huvudfunktioner nämligen en marknadsplats och en clearing. Skälet till att en optionsmarknad innehåller dessa två funktioner är i korthet följande.

En option är ett avtal mellan två parter som ger den ene en rätt att köpa eller sälja något och den andre en skyldighet att på anfordran sälja eller köpa det avtalet avser. För att få till stånd en handel i optioner krävs, att marknaden organiseras så att den ena parten i optionsavtalet utan svårighet kan sälja sin rättighet och att den andra parten kan köpa sig fri från sin skyldighet. Utfärdaren och köparen måste därför kunna agera oberoende av varandra. Detta problem har lösts dels genom att villkoren i optionen standardiserats och dels genom att partsförhållandet mellan köpare och säljare bryts genom att en tredje part – clearingen – träder in i avtalet mellan de ursprungliga parterna.

Standardiseringen innebär att det på marknaden bedrivs handel med optionsavtal som innehåller samma rättigheter resp. skyldigheter. I och med att villkoren är standardiserade går det också att jämföra prissättningen på optionerna. Prisbildningen sker på marknadsplatsen där den egentliga börsverksamheten äger rum.

Standardiseringen möjliggör också att handeln kan ske i kontraktshalvor, dvs. att clearingen går in i avtalet mellan köpare och säljare.

På marknadsplatsen läggs bud från dem som vill köpa eller sälja en option. När man på marknadsplatsen funnit en köpare och en säljare som är överens om priset på optionen sänds deras avslutsförslag till clearingen. Om förslaget godkänns av clearingen inträder clearingen som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren. Därigenom bryts partsförhållandet mellan den ursprunglige köparen och säljaren. Förfarandet får till följd att clearingens position alltid är neutral, dvs. en innehavd option motsvaras alltid av en exakt likadan utfärdad option och en köpt termin motsvaras av en likadan termin som sålts. När clearingen trätt in som part i avtalet registrerar clearingen affären. Genom registreringen kan clearingen övervaka sina motparters positioner och räkna ut hur stora säkerheter som måste ställas för varje konto.

Att clearingen går in i varje affär motiveras, som tidigare nämnts, också av att de ursprungliga parterna skall ges möjlighet att, sedan affären genomförts, kunna agera helt oberoende av varandra. De skall alltså fritt kunna

avyttra sina rättigheter resp. skyldigheter. Således kan den som utfärdat en option när positionen går med förlust ha ett intresse av att snabbt avsluta affären för att slippa ytterligare förluster. Om den som utfärdat optionen gör en förlust så innebär det att den som befinner sig på den andra sidan, innehavaren av optionen, gör en vinst. Den sistnämnde kan då ha en önskan att behålla sin option. Hade dessa ursprungliga parter alltjämt varit bundna till varandra kunde det ha varit svårt för utfärdaren att komma ur affären. För clearingen är det däremot utan betydelse om den är innehavare eller utfärdare av en option. Skälet härtill är att dess position alltid är neutral och att den varken vinner eller förlorar på kursuppgångar eller kursfall. Det gäller därför för utfärdaren att på marknadsplatsen hitta någon som är villig att överta den skyldighet utfärdandet innebär. När detta väl skett lägger clearingen inget hinder i vägen och utfärdaren kan då avsluta sin position. Med clearingen som motpart kan de båda ursprungliga parterna förfara som de vill med sina rättigheter resp. skyldigheter oberoende av varandra.

Clearingorganisationen påtar sig ansvaret för att samtliga avtal blir uppfyllda. Detta innebär emellertid inte att clearingorganisationen själv fullgör den skyldighet som en optionsutfärdare har. När en innehavare av en option vill utnyttja den rättighet som optionen avser återskapar clearingen i stället det partsförhållande som man tidigare skurit av. Detta innebär dock inte att man söker upp den ursprunglige utfärdaren av just den option vari lösen begärts. I stället utses den utfärdare som får stå för sitt åtagande genom ett slumpmässigt val bland alla utfärdare i den aktuella optionsserien som ej avslutat sin position. Det slumpmässiga urvalet kan ske på kundnivå eller på mäklarnivå. Om clearingen endast utser vilken mäklare som skall fullgöra optionsåtagandet ankommer det sedan på mäklaren att bestämma vilken kund som slutligen skall stå för sitt åtagande. På den svenska marknaden utses utfärdaren på kundnivå.

För att innehavaren av en option skall kunna vara säker på att han kan utnyttja sina rättigheter enligt optionen har på optionsmarknaden införts ett omfattande säkerhetssystem. Det är clearingen som kontrollerar att säkerhetskraven är uppfyllda.

Som framgått av denna redogörelse upprätthåller clearingen en central och mycket viktig roll i en options- och terminsmarknad. Från det att en affär blivit registrerad hos clearingen ansvarar clearingen för att aktörerna kan utnyttja sina rättigheter enligt options- eller terminsavtalet. I och med registreringen av alla affärer har clearingen också kontroll över riskexponeringen och säkerhetsbehovet för varje kundkonto.

Som nämnts innebär garantifunktionen att clearingorganisationen påtar sig ansvaret för att samtliga avtal blir uppfyllda. Detta garantiåtagande kan vara utformat så att clearingen inträder som motpart till både köpare och säljare av ett options- eller terminsavtal. Det är dock tänkbart att clearingen kan utforma garantiåtagandet även på annat sätt. Även om clearing i här avsedd betydelse inte förekommer på avistamarknaden bör det för framtiden inte uteslutas att clearing kommer att kunna förekomma även där.

Optionsutredningen har, såvitt här är av intresse, definierat clearing-

verksamhet på följande sätt: Clearingverksamhet innebär att i options- eller terminsavtal som ingås på en optionsbörs inträda som säljare gentemot köparen och som köpare gentemot säljaren eller på annat sätt garantera fullgörandet av varje avtal.

I ett i Norge nyligen upprättat förslag till föreskrifter för handel med optioner definieras clearing på följande sätt: All optionshandel skall ske genom en clearingcentral (opsjonssentral). Clearingcentralen skall vara kontraktspart i alla transaktioner och dessutom ge en garanti för att dessa uppfylls.

I finsk lag finns följande förklaring av clearing: I denna lag avses med optionshandel sammanförande av anbud som gäller premien och terminspriset eller motsvarande index så, att parterna enligt optionsföretagets reglemente måste ingå ömsesidiga avtal med optionsföretaget om premien, priset eller indexet enligt anbuden (clearing vid optionshandel).

Den form av clearing som innebär att clearingen träder in som part i alla avtalsförhållanden för att garantera fullgörandet av varje avtal förekommer i Sverige endast inom options- och terminshandeln. För att skilja denna form av clearingverksamhet från annan synes det lämpligt att såsom optionsutredningen gjort i definitionen ange den särskiljande funktionen. Vi utgår därför från optionsutredningens förslag vid utformningen av en definition av clearing. Det finns dock ytterligare ett väsentligt förhållande som är särpräglat för clearingverksamhet. Clearingen eftersträvar alltid att ha en neutral position i handeln. I och med att det i vårt förslag till definition anges att clearingen går in som köpare gentemot säljaren och som säljare gentemot köparen så ligger däri också ett krav på att, för att bli betraktad som clearing, verksamheten skall drivas i syfte att alltid ha en neutral position i handeln. Om clearingen garanterar fullgörandet av avtalen på annat sätt än genom att inträda som part bör den inte betraktas som en clearingorganisation i lagens mening, om inte verksamheten syftar till att dess position i handeln skall vara neutral. Detta markeras i definitionen genom att det anges att, om något partsförhållande inte uppstår, garantin måste utformas på annat liknande sätt. Definitionen bör dock täcka handeln inte bara med optioner och terminer utan också med andra liknande avtalskonstruktioner.

6.3.3 Bakgrund

Börsverksamhet avseende optioner introducerades i Sverige av OM 1985. Därmed startade även för första gången den typ av clearingverksamhet som beskrivits i avsnitt 6.3.2. Clearing har tidigare förutom av OM utförts även av Stockholms Clearinghus AB. Sistnämnda bolag handhade clearing av den handel som förekom på SOFE.

Det finns i gällande lag inga bestämmelser som reglerar clearingverksamhet. OM är ett fondkommissionsbolag och står därmed under bankinspektionens tillsyn. I fondkommissionslagen finns dock inga bestämmelser som tar sikte på clearingverksamhet. Stockholms Clearinghus AB hade inte

fondkommissionstillstånd. I samband med att Penningmarknadsmäklarna PM Fondkommission AB (PM) fick tillstånd att förvärva aktier och konvertibler i SOFE och Stockholms Clearinghus AB föreskrev bankinspektionen som ett villkor för tillståndet att PM skulle vara skyldigt att förse inspektionen med de uppgifter som inspektionen fann erforderliga för en bedömning av PM:s säkerhet och en sund utveckling av PM:s verksamhet jämväl i SOFE och Stockholms Clearinghus AB. Därigenom stod även SOFE och Stockholms Clearinghus AB i praktiken under inspektionens tillsyn. Även här grundade sig tillsynen endast på fondkommissionslagens bestämmelser vilka som nämnts inte är utformade med beaktande av den verksamhet som Stockholms Clearinghus AB utförde.

6.3.4 Överväganden

6.3.4.1 Allmänna utgångspunkter

Som framgått av beskrivningen i avsnitt 6.3.2 är börsverksamheten inom options- och terminshandeln intimt kopplad till clearingverksamheten. Såvitt känt finns det ingen som bedriver börsverksamhet med optioner och terminer utan clearing. Däremot finns det exempel på clearingverksamhet utan samband med börsverksamhet. I Sverige kan man t.ex. hos OM cleara ränteterminer där avslut gjorts på penningmarknaden. Tidigare kunde man hos Stockholms Clearinghus AB cleara valutaoptioner där avslut gjorts på valutamarknaden.

Även om clearingverksamhet har samband med börsverksamhet i vissa fall så kan således sådant samband saknas i andra fall.

Först behandlas den marknadsform som innehåller både marknadsplats och clearing och därefter diskuteras clearing i den marknadsform där en central marknadsplats saknas.

Clearingen utför, för börsverksamheten, flera viktiga funktioner. Det gäller framför allt registrering av transaktioner, säkerhetsberäkning, kontroll av att säkerhetskraven är uppfyllda, administration av lösentransaktioner, informationsgivning avseende den öppna balansen (antalet utestående kontrakt) och omsättning m.m. För att dessa funktioner skall skötas på ett sätt som inger förtroende hos kunderna måste säkerhetsberäkning, kontroller m.m. ske på ett neutralt sätt så att inga kunder gynnas framför andra. Vidare måste gälla att alla som kan godkännas skall ha fritt tillträde till clearingen, dvs. bli s.k. clearingmedlemmar. Information om den öppna balansen och omsättningen, vilken har stor betydelse för prissättningen, måste också vara samtidig, snabb och korrekt. Även när det gäller clearing måste det finnas en insyn och kontroll från det allmännas sida som säkerställer kundernas skyddsintresse. Clearingavgifterna måste slutligen tillämpas neutralt och utgå efter fastställd tariff.

Clearingverksamhet i här avsedd mening är således så nära förknippad med handeln på marknadsplatsen att verksamheten har samma principiella

dignitet som börsverksamhet. Samma allmänna förutsättningar bör gälla för clearingorganisationer som för marknadsplatsorganisationer. Därvid bör motsvarande överväganden som gjorts i avsnitt 6.2.4.1 beträffande börsverksamhet göras vad gäller clearingverksamhet. I likhet med vad som enligt det förut sagda bör gälla för börsverksamhet bör därför även clearingverksamhet få äga rum endast efter statlig auktorisation och under statlig kontroll och eljest under de förutsättningar som angivits för börsverksamhet.

När det gäller clearing i en marknadsform där en central marknadsplats saknas skulle det kunna hävdas att denna form av clearingverksamhet inte har samma betydelse. Emellertid utför en clearingorganisation samma uppgifter i handeln oavsett marknadsform. Även om kopplingen till börsverksamhet saknas bör kapitalplacerare äga rätt till bästa möjliga skydd i samband med clearing. För att så skall ske bör de tidigare uppräknade allmängiltiga förutsättningarna även gälla för denna typ av clearingverksamhet. Till detta kan läggas den praktiska synpunkten att det ofta kan vara samma clearingorganisation som samtidigt utför clearing både vad gäller avslut som sker på en börs och vad gäller avslut som sker utan samband med börsverksamhet. Det skulle då uppstå gränsdragningsproblem om olika verksamheter inom samma organisation behandlades på skilda sätt. Inte heller clearing i den nu diskuterade formen bör därför få bedrivas utan statlig auktorisation och den bör även i övrigt vara underkastad de förutsättningar som angivits för börsverksamhet.

6.3.4.2 Marknadsplatsens och clearingorganisationens organisatoriska samband

I det fall clearing bedrivs i en marknadsform som innefattar en central marknadsplats diskuteras ibland hur dessa funktioner skall förhålla sig till varandra i organisatoriskt hänseende. Frågan är således om marknadsplats och clearing bör drivas inom samma organisation eller ej.

Internationellt är det vanligt att clearing utförs av ett av marknadsplatsen helägt dotterbolag. SOFE och Stockholms Clearinghus AB var organiserade efter internationell förebild. I vissa fall kan clearingföretaget ägas av flera börser gemensamt. Hos OM är de båda funktionerna integrerade i samma bolag. Detta gäller även de optionsbörser i Finland och Frankrike som startats på initiativ av OM.

I Danmark har man skilt de båda funktionerna åt. Köpenhamns fondbörs har därvid fått monopol på börsverksamhet med optioner och terminer. Handeln där har dock inte ännu kommit i gång. För närvarande sker handeln på en market-makermarknad liknande den svenska penningmarknaden. Clearingverksamheten bedrivs av en särskild fond, Garantifonden, och verksamheten garanteras av börsmäklare och banker.

I motiven till den finländska lagen om handel med standardiserade optioner och terminer har frågan om marknadsplatsens och clearingens organisatoriska samband berörts. Till skillnad från vad som föreslagits i Norge

innebär den finländska lagen att det blir valfritt hur dessa funktioner förhåller sig till varandra i organisatoriskt hänseende. I propositionen sägs endast följande: Med optionsföretag avses ett samfund som idkar optionsbörsverksamhet eller clearing av optionsköp eller båda verksamheterna. Ett optionsföretag behöver en särskild koncession för vardera verksamhetsformen.

Frågan har nyligen diskuterats i Norge där man kommit fram till att funktionerna bör vara skilda åt och bedrivas i två olika organisationer. Motiven härför är följande.

> Neutralitet i de olika funktionerna har stor betydelse vid etablerandet av en ordnad marknad för optionshandel. Det bör påpekas att neutralitet och opartiskhet har samband med frågan hur man bäst kan upprätta rutiner för behandling av kursrelevant information i syfte att försvåra missbruk. Bl.a. kommer de allmänna reglerna om insiderinformation att gälla vid optionshandel. Om det i optionshandeln t.ex. etableras tillfredsställande system som anonymiserar de upplysningar som vid varje tid finns i de olika funktionerna påverkar detta värderingen av neutraliteten i systemet. Enligt förslaget till regelverk skall en clearingorganisation kontrollera och garantera att de deltagande parterna i optionshandeln uppfyller sina kontraktsmässiga förpliktelser enligt de standardiserade villkoren. Clearingorganisationen skall därvid antingen vara kontraktspart eller på annat sätt garantera uppfyllelsen av de ingångna avtalen. Denna garantifunktion skiljer sig från vad som gäller vid traditionell värdepappershandel där någon sådan garantifunktion inte finns. En clearingorganisation måste kunna bära det ekonomiska ansvar som följer av detta garantiåtagande och den får inte ta egna positioner i handeln. – Bakgrunden till dessa regelförslag är det förhållandet att optioner ger rättigheter till det underliggande värdepappret. Det finns en möjlighet att optionen inte utnyttjas. Dessutom föreligger det ett särskilt behov av kontroll av leveranskapacitet hos optionsutfärdaren. En viktig konsekvens av att det ställs krav på clearingorganisationen är att det för den enskilda avtalsparten inte skall vara nödvändigt att företa en bedömning av motpartens möjligheter att uppfylla förpliktelserna enligt optionskontraktet. Det blir därvid också möjligt för marknadsdeltagarna att uppträda anonymt. Det har framhållits att detta är en fördel för större aktörers handel genom att påverkan på kursen vid omsättning av större poster kan bli mindre. Med denna uppläggning av regelverket blir det nödvändigt att clearingorganisationen organiseras som ett fristående bolag.

I det norska förslag till föreskrifter för handel med optioner som utsänts på remiss i början av juli 1989 har den tidigare inställningen i organisationsfrågan vidhållits. Frågan har ännu inte slutbehandlats.

Som tidigare konstaterats måste samma grundläggande krav på neutralitet ställas både på marknadsplatsen och på clearingorganisationen. För att säkra dessa båda allmängiltiga förutsättningar bör krävas *att* börs- och clearingverksamhet får drivas endast efter statlig auktorisation, *att* de skall stå under offentlig tillsyn, *att* det allmänna skall utse ett visst antal styrelseledamöter och godkänna styrelsens ordförande *samt att* både marknads-

plats och clearing skall vara anslutna till disciplinnämnden. Vidare bör anställda hos marknadsplats och clearing vara underställda samma insiderregler och samma bestämmelser om inskränkningar i rätten att handla med värdepapper och andra finansiella instrument för egen räkning. Kraven på de båda funktionerna kan vara lika stora oavsett om de förekommer inom samma organisation eller i skilda organisationer. Neutraliteten behöver således inte påverkas av verksamhetens organisatoriska uppbyggnad.

Med hänvisning till de tidigare redovisade norska motiven har påpekats att clearingen kan besitta kurspåverkande information och att detta har betydelse för hur marknadsplats och clearing skall förhålla sig till varandra i organisatoriskt hänseende. Den kurspåverkande information som clearingen själv räknar fram är uppgifter om den öppna balansen och om omsättningen. Båda dessa omständigheter är relevanta för kurssättningen. Det är därför viktigt att clearingen omedelbart och kontinuerligt sprider denna information till marknaden. Som tidigare sagts skall kravet på att informationen skall vara samtidig snabb och korrekt gälla även för clearingen. Kravet gäller oavsett vilket organisatoriskt samband som råder mellan marknadsplats och clearing.

Clearingen kan klara av sitt garantiåtagande i handeln på flera olika sätt där kapitalkrav kan utgöra en lösning. Ett eventuellt kapitalkrav behöver därför inte påverka frågan om marknadsplatsens och clearingens organisatoriska samband. Utifrån vilka ekonomiska förutsättningar som en clearingorganisation bör drivas diskuteras i avsnitt 6.5.4.2.

Om en lösning av det nyss angivna spörsmålet innehåller att clearingen skall förfoga över ett stort eget kapital uppstår frågan om detta skulle ha någon relevans för frågan om marknadens organisatoriska uppbyggnad. I ett fall där verksamheten redan från början endast är inriktad på sådana finansiella produkter som skall vara föremål för börshandel och clearing är det svårt att se att det skall kunna uppkomma några inbyggda konfliktmoment. De båda funktionerna är då beroende av varandra. Går den ena funktionen omkull leder det till att även den andra upphör med sin verksamhet. I ett sådant fall finns det knappast något som talar mer för den ena än för den andra lösningen.

Är det däremot så att det på marknadsplatsen förutom handel med optioner och terminer även bedrivs handel med t.ex. aktier kan det diskuteras om clearingen bör vara organisatoriskt integrerad i marknadsplatsen. Om clearingen i en sådan marknadsmodell skulle gå i konkurs kan det finnas fördelar med att ha clearingen i ett särskilt bolag. På det sättet skulle handeln med aktier på marknadsplatsen möjligen kunna fortsätta utan störningar.

Vad som nu diskuterats synes inte vara av någon större principiell betydelse. Snarare är det en lämplighetsfråga som är beroende av vilken typ av verksamhet som skall bedrivas. Det är svårt att i denna fråga återknyta diskussionen till det principiellt viktiga, nämligen kravet på att de ovan relaterade allmänna förutsättningarna skall vara uppfyllda både av marknadsplatsen och av clearingen och oavsett hur dessa förhåller sig till varand-

ra i organisatoriskt hänseende. Vad som här sagts kan därför knappast sägas tala i någon bestämd riktning.

Internationellt är det vanligt att clearingen är ett helägt dotterbolag till marknadsplatsen eller att flera marknadsplatser äger en gemensam clearing. I Storbritannien finns ett clearingbolag med andra ägare än de som äger de marknadsplatser som anlitar dess tjänster. Clearingbolaget heter International Commodities Clearing House (ICCH) och ägs av de sex största bankerna i England.

Vad en sådan organisationsform har för betydelse i fråga om kravet på neutralitet bör diskuteras. För de övriga allmängiltiga förutsättningarna kan det knappast innebära någon skillnad om marknadsplatsen och clearingen har samma ägare eller ej.

Det är svårt att se att neutraliteten stärks genom ett arrangemang som innebär att marknadsplats och clearing drivs i två skilda organisationer. De misstankar om otillbörliga förfaranden som från allmänna utgångspunkter kan riktas mot ägarna till en marknadslats eller en clearing består oavsett om det är samma ägare till båda dessa funktioner eller om ägarbilden mellan funktionerna skiljer sig åt.

En ägarmässig uppdelning skulle kunna medföra vissa nackdelar. Frågor om regeländringar i handeln som berör både marknadsplatsen och clearingen skulle kunna försvåras genom att det uppkom intressemotsättningar mellan ägarna till marknadsplatsen å ena sidan och ägarna till clearingen å den andra.

Det går därför inte att hävda att en ägaruppdelning underlättar upprätthållandet av de allmängiltiga förutsättningarna. Inte heller kan hävdas att den på annat sätt gynnar handeln.

6.3.4.3 En eller flera clearingorganisationer?

Frågan hur marknadsplats och clearing skall förhålla sig till varandra har snarare direkt samband med frågan om det skall få förekomma flera konkurrerande clearingorganisationer eller om en organisation bör få ensamrätt till clearing. Väljs den sistnämnda lösningen påverkar detta kraven på ägarstrukturen hos clearingorganisationen.

Internationellt finns exempel både på att flera clearingorganisationer verkar i konkurrens med varandra och att det via statliga regleringar eller påtryckningar endast tillåts att *en* clearingorganisation får verka. För de sex renodlade optionsbörserna i USA sker clearing genom Options Clearing Corporation (OCC). OCC ägs av de sex börserna till lika delar. För de elva börser som bedriver verksamhet med bl.a. terminer har varje börs en egen helägd clearingorganisation. Skälen till att det blivit så är delvis historiska. Terminsmarknaden i USA uppstod innan tillsynsmyndigheten Commodity Futures Trading Commission (CFTC) bildades varför marknaderna fick utvecklas relativt fritt. Marknaden för standardiserade optioner tillkom först 1973 och tillsynsmyndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) kunde redan från början styra utvecklingen. Bl.a. krävde SEC att

den renodlade optionsmarknaden organiserades med endast *en* clearingorganisation. Det finns dock inget i lag stadgat förbud mot flera clearingorganisationer i optionsmarknaden.

I Storbritannien finns flera clearingorganisationer. Den optionshandel bortsett från valutaoptioner som förekommer i London Stock Exchange (LSE) regi clearas hos ett av LSE helägt bolag London Options Clearing House (LOCH). LSE:s valutaoptioner och options- och terminshandeln vid London International Financial Futures Exchange (LIFFE) clearas hos det bankägda clearingbolaget International Commodities Clearing House (ICCH).

I Nederländerna finns två clearingorganisationer. För optioner avseende aktier, aktieindex och obligationer utförs clearing av bolaget European Stock Options Clearing Corporation (ESCC). ESCC ägs av ett av European Options Exchange (EOE) helägt holdingbolag. När det gäller optioner avseende valutor samt guld och silver utförs clearingen av bolaget International Options Clearing Corporation (IOCC). IOCC ägs dels av ett av EOE ägt holdingbolag och dels av Montreal Stock Exchange, Vancouver Stock Exchange och Sydney Stock Exchange.

I Danmark finns en clearingorganisation och i Finland två. I Danmark har clearingorganisationen ensamrätt på clearing medan det i Finland inte finns något hinder att starta flera organisationer. Enligt det förslag till föreskrifter för clearing i derivathandeln som lagts fram i Norge uppställs i lag inget hinder mot etablerandet av flera clearingorganisationer.

Den internationella bilden är således splittrad och den ger inte någon ledning vid valet av inriktning.

Kravet att de allmänna förutsättningarna för börsverksamhet även skall gälla för clearingverksamhet står fast oavsett om clearing utförs av ett eller flera företag.

Däremot kan det finnas vissa praktiska fördelar med att endast en clearingorganisation förekommer på marknaden. Vad som då ofta framhålls är följande. Vissa stordriftsfördelar bör kunna uppnås vilket borde leda till lägre kostnader. Säkerhetskrav och andra skyddsregler kan göras enhetliga. Kontrollen av en kunds positioner förenklas. Bankinspektionens tillsynsuppgift underlättas.

Å andra sidan framhålls att det finns fördelar även med flera clearingorganisationer. Utformandet och introduktionen av nya produkter förenklas och påskyndas. Clearing i mindre enheter blir snabbare och enklare.

I det följande tas frågan om fördelar och nackdelar med den ena eller den andra organisationsformen upp till närmare diskussion.

Billigare clearing torde kunna åstadkommas genom att all clearing av här diskuterad typ samlas i en organisation. Ger man samtidigt föreskrifter om att avgifterna skall vara kostnadsrelaterade bör garantier skapas för att kravet på låga transaktionskostnader upprätthålls i clearingverksamheten. Ett monopolföretag har dock ofta en tendens att få en alltför stor administration och att bli ineffektivt. Genom en sådan organisation förlorar man således de fördelar som uppkommer då flera clearingorganisationer verkar i

konkurrens med varandra på marknaden. Konkurrensen leder i teorin till effektivitet och låga kostnader. Det är således inte säkert att en enda clearing leder till lägsta avgifter.

Enhetliga regler kan tillskapas lättare om det bara finns en clearingorganisation. Detta kan vara till fördel genom att det skapar mera stadga på marknaden. Därmed kan inte heller den oönskade situationen uppstå att flera clearingorganisationer konkurrerar med varandra i fråga om säkerheter och andra skyddsregler.

Det viktiga är dock inte att det finns enhetliga regler utan att de regler som finns är neutrala och att de tillgodoser skyddsintresset. Därvid behöver en lösning inte vara sämre än en annan. Enhetliga regler behöver inte innebära att de är de bästa. Vad som här sagts pekar således inte entydigt mot att det bara bör finnas en clearingorganisation.

Det bör dock i detta sammanhang påpekas att det är viktigt att skyddsbestämmelserna i clearingverksamheten inte får bli ett konkurrensmedel mellan clearingorganisationerna. Det måste därför ankomma på tillsynsmyndigheten att med uppmärksamhet följa utvecklingen och verka för att skyddsbestämmelserna blir konkurrensneutrala.

Kontrollen av en kunds positioner skulle förenklas om endast *en* clearingorganisation tillåts. En förutsättning för detta är att kundernas identitet blir känd för clearingen eller att en kund tillåts att ha endast *ett* clearingkonto. Vid den clearingorganisation som verkar på marknaden i dag är kunderna anonyma för clearingen och en kund tillåts att ha flera clearingkonton. Bilden av en kunds totala position skulle således inte bli bättre av att all clearing samlades i en organisation, om det nuvarande registreringssystemet behålls. Om man vill förändra detta finns möjlighet att åstadkomma teknisk samordning av den information som finns på olika håll så att man får en heltäckande kontroll. Frågan om positionsbegränsningar kommer att diskuteras i samband med frågan om handelsregler för optionsmarknaden (se avsnitt 8.4.8).

Bankinspektionens tillsynsuppgift underlättas. Det skulle naturligen bli enklare för inspektionen att ha tillsyn över *en* clearingorganisation än över flera. Det viktiga är dock att tillsynen är effektiv. Hög effektivitet i tillsynen kan uppnås även om det är fler än en clearingorganisation på marknaden. Det är enbart en resursfråga. Ju fler institut som står under tillsyn desto större resurser bör inspektionen ha.

Utformandet och introduktionen av nya produkter förenklas och påskyndas om det finns flera konkurrerande clearingorganisationer. Den standardiserade options- och terminsmarknaden i Sverige har sedan starten 1985 hela tiden utvecklats. Nya bestämmelser som reglerar handeln har tillkommit, tekniken har förfinats och de bestämmelser som reglerar handeln har kontinuerligt anpassats efter de nya krav som ställts. Internationellt finns det flera instrument som vunnit stor spridning men som ännu inte introducerats här i landet. Det gäller standardiserade råvaruoptioner, terminer på råvaror och optioner på terminer. Det framstår mot bakgrund härav som sannolikt att nya produkter kommer att skapas och att marknaden som sådan på sikt

kommer att utvecklas ytterligare.

Under en sådan utvecklingsperiod kan det ifrågasättas om inte konkurrens gynnar såväl allmänheten som de stora placerarna, eftersom utvecklingen av produkter och regelsystem påskyndas.

I den mån man önskar en fortsatt snabb utveckling av nya instrument och rutiner bör, i den situation marknaden nu befinner sig, en av samhället reglerad marknad med möjlighet till flera clearingorganisationer vara den fördelaktigaste lösningen. Som nämnts i avsnitt 6.2.5 kan dock en alltför snabb utveckling föra med sig vissa negativa konsekvenser.

Clearingen kan ske snabbare och effektivare i mindre enheter. Detta påstående är troligen inte riktigt. Varje clearingorganisation måste oavsett storlek kontinuerligt uppdatera såväl positioner som säkerhetsbehov. När väl datasystemet är utvecklat går det inte fortare för att enheten är mindre. Sker det förändringar i ett redan infört regelsystem kan det dock vara enklare att åtgärda detta i ett mindre system än i ett större. Vad som diskuterats här talar således inte i någon bestämd riktning.

Sammanfattningsvis visar genomgången att det inte kan uppnås några avgörande praktiska fördelar med inrättandet av en enda clearingorganisation.

6.4 Tillstånd

I detta avsnitt diskuteras vilka krav som bör ställas för att någon skall få tillstånd att bedriva börsverksamhet och clearingverksamhet och vilket organ som skall pröva frågan om tillstånd. Vad som här avses är börsverksamhet bedriven av annan organisation än Stockholms fondbörs. De krav som här berörs är lämplighetsprövning, behovsprövning och skadeprövning.

6.4.1 Lämplighetsprövning

Lämplighetsprövningen avser kompetensen inom börsföretaget eller clearingföretaget. Kompetensen avser dels företagets organisatoriska uppbyggnad och dels erfarenheten och sakkunskapen hos företagets ledning.

I fondkommissionslagen anges att en förutsättning för att fondkommissionstillstånd skall erhållas är att bolaget ej är olämpligt att driva fondkommissionsrörelse.

I motiven (prop. 1978/79:9 s. 175 f.) anges att den lämplighetsprövning som här föreskrivs utgör en väsentlig del av bankinspektionens prövning av ett tillståndsärende. De organisatoriska förhållanden under vilka rörelsen skall drivas bör uppmärksammas. I sakens natur ligger vidare att en prövning skall ske av den personliga lämpligheten hos den verkställande ledningen och hos ägarna. Som villkor för tillstånd måste krävas att verksamheten kan antas bli bedriven på ett korrekt och omdömesgillt sätt.

Som framgått utgör en av förutsättningarna för en väl fungerande börs- eller clearingverksamhet att det finns kunskap och kompetens inom de företag som driver sådan verksamhet.

Mot bakgrund härav föreslår vi att det införs ett lämplighetsrekvisit vid tillståndsprövningen.

6.4.2 Behovsprövning

Av skäl som angivits i avsnitt 6.2.5 bör som ett krav på den som vid sidan av Stockholms fondbörs vill bedriva börsverksamhet uppställas att verksamheten kan antas bli till nytta för det allmänna. Man kan i sammanhanget tala om en behovsprövning.

Frågan är då om det bör införas en behovsprövning även för clearingverksamhet. Behovsprövningen i fråga om börsverksamhet har motiverats utifrån önskemålet om koncentration av handeln, hög likviditet och stor konkurrenskraft. Eventuella fördelar med stordrift beträffande clearing har diskuterats i avsnitt 6.3.4.3. Slutsatsen av resonemanget blev att det knappast kan påvisas några särskilda fördelar med att begränsa antalet clearingorganisationer. Detta talar för att det inte är nödvändigt att införa någon behovsprövning vad gäller clearing.

Som framgått av avsnitt 6.3.4.1 är emellertid clearingverksamhet nära förknippad med börsverksamhet och kan drivas i samma organisation. Mot bakgrund härav synes det vara värdefullt att det allmännas möjlighet att påverka utvecklingen på dessa områden blir likartad. Även önskemålet om en homogen lagstiftning på detta område talar för att likformiga regler införs. Sammantaget talar övervägande skäl för att det införs en behovsprövning även för clearingverksamhet. Denna måste naturligtvis utövas med beaktande av de särskilda förutsättningar som gäller för clearingverksamheten.

6.4.3 Skadeprövning

Skadeprövning inrymmer en lämplighetsprövning från allmänna utgångspunkter och ett hänsynstagande till om behov av rörelsen föreligger.

Fondkommissionslagen innehåller en sådan skadeprövning för tillstånd till nyetablering av ett fondkommissionsbolag.

En skadeprövning kan således också innefatta ett hänsynstagande till om behov av rörelsen föreligger. Skillnaden är att det är enklare att uppfylla skaderekvisitet än nyttorekvisitet. Skälet härtill är att det endast i undantagsfall kan hävdas att en nyetablering av en börs eller en clearingorganisation kan bli till skada för det allmänna. Koncessionsfrågan kan i detta hänseende bedömas olika för olika finansiella instrument. En skadeprövning ger relativt stor frihet åt nyetablering och konkurrens men ger ändå samhället en möjlighet att styra utvecklingen på lång sikt.

Införs det en behovsprövning, vilket vi föreslår, så finns det inte skäl att dessutom införa en skadeprövning. I annat fall synes det vara lämpligt att så sker.

6.4.4 Tillståndsorgan

Börsverksamhet fyller en viktig samhällsfunktion. Gentemot allmänheten har statsmakterna därför det yttersta ansvaret för att börshandel sker på grundval av en ändamålsenlig lagstiftning och att den fungerar på ett sunt sätt. Vad som nu sagts gäller även för clearingverksamhet.

En behovsprövning innefattar en mycket känslig avvägningsfråga och det framstår därför som särskilt viktigt att tillståndsprövningen sker på en så hög nivå som möjligt.

Mot bakgrund av vad som sagts framstår det som lämpligast att uppgiften att meddela koncession för börs- eller clearingverksamhet läggs på regeringen.

6.5 Några ytterligare krav på den som driver börs- eller clearingverksamhet

I detta avsnitt diskuteras några olika krav som i fråga om andra än Stockholms fondbörs bör ställas på den som vill ha koncession att driva börsverksamhet. Därefter appliceras resonemanget även på den som vill bedriva clearingverksamhet. Vad som här sägs berör inte alls fondbörsens rättsliga status eller organisatoriska uppbyggnad.

6.5.1 Associationsform

Den enda börs som svensk lagstiftning känner är Stockholms fondbörs. Fondbörsens rättsliga status är inte så enkel att fastslå. I prop. 1978/79:9 s. 301 har fondbörsen karakteriserats som en privaträttslig sammanslutning som genom åren har fått en alltmer offentligrättslig karaktär till följd av ingripanden från det allmännas sida.

I den lagstiftning som reglerar de subjekt som agerar på kapitalmarknaden finns föreskrifter om i vilken associationsform verksamheten får bedrivas. Affärsbanker, fondkommissionsbolag och finansbolag skall vara aktiebolag. En föreningsbank skall vara en ekonomisk förening bildad för visst i lag uttalat ändamål och en sparbank skall vara en stiftelse.

I Finland är enligt lag en av förutsättningarna för koncession för ett optionsföretag att företaget drivs som ett aktiebolag eller ett andelslag, dvs. ett slags ekonomisk förening. Några särskilda motiv till varför man valde dessa båda företagsformer finns inte i den proposition som föregick lagen. Enligt det förslag som lagts fram i Norge skall en optionscentral drivas som aktiebolag. Finansdepartementet kan dock enligt förslaget tillåta att optionscentralen organiseras på annat sätt.

Valet av associationsform motiveras ofta av att endast en sådan företagsform som innebär någon garanti för viss varaktighet vad gäller kapitalinsatsen, för en tillfredsställande revision och en rimlig tillsyn bör få användas. I grunden syftar sådana regler till att tillvarata allmänhetens intressen. Vad som nu sagts bör i lika hög grad gälla en börs. Detta talar för att man väljer

någon eller några av de associationsformer som regleras i särskild lagstiftning. Härigenom vinner man den fördelen att i den lag som reglerar själva börsverksamheten kan man inskränka sig till vissa specialbestämmelser som har direkt samband med verksamheten, medan de föreskrifter som anges i den särskilda lagstiftningen gäller i övrigt.

Några skäl som talar emot att en börs kan drivas i aktiebolagsform eller som ekonomisk förening kan från den utgångspunkten att det skall finnas en ändamålsenlig bakgrundslagstiftning inte anses föreligga. När det däremot gäller handelsbolag och kommanditbolag finns några bestämmelser i lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag som gör att det kan verka tveksamt om dessa företagsformer skall tillåtas. Exempel på sådana regler är att om en bolagsman går i personlig konkurs eller dör skall enligt huvudregeln handelsbolaget träda i likvidation. Vidare saknas i denna lagstiftning särskilda regler om styrelse. Nämnda lag tar dessutom närmast sikte på företagsformer som kännetecknas av fåtalsägande. Det är därför tveksamt om man bör acceptera företagsformerna handelsbolag eller kommanditbolag. När det gäller stiftelser saknas för närvarande en tillräckligt ingående reglering, varför stiftelseformen åtminstone tills vidare inte bör komma i fråga för börsverksamhet. Stockholms fondbörs kan behålla sin juridiska form alldeles oavsett vad som föreskrivs om andra börser.

Med utgångspunkt från vad som sagts synes aktiebolag eller ekonomisk förening vara de bästa alternativen. Ägandet i sådana företag behöver inte vara begränsat till de professionella aktörerna. Även "passiva" ägare kan alltså förekomma.

Vad som här sagts kan gälla även för en clearingorganisations associationsform.

Vi föreslår sålunda att börs- eller clearingverksamhet skall drivas i form av aktiebolag eller ekonomisk förening.

6.5.2 Begränsningar av ägandet eller inflytandet?

I detta avsnitt diskuteras om det bör införas regler som främjar ett spritt ägande av en börs. Diskussionen tar inte sikte på Stockholms fondbörs utan avser andra tänkbara företag som skall få bedriva börsverksamhet.

Kravet på neutralitet har särskild betydelse för att upprätthålla allmänhetens förtroende för börsverksamheten. Det är otvivelaktigt så att förtroendet för en börs kan vara beroende av vilken tillit allmänheten känner för en ägare eller flera ägare som dominerar börsen. Risken härför är störst om ägarna också är aktiva i handeln. I ett sådant företag kan ägarna komma att misstänkas för att påverka handelsregler eller den löpande verksamheten på ett sätt som gynnar dem själva framför andra och det kan vara svårt för börsens ledning att med tillräcklig styrka stävja sådana tendenser. Om allmänheten av någon anledning skulle komma att misstro en sådan ägare kan det inte uteslutas att allmänheten inte alls vill göra sina värdepappersaffärer på den börsen. Effekten av en sådan händelse skulle kunna bli att allmänhetens misstroende spred sig så att den kom att omfatta all börsverk-

samhet. En sådan utveckling bör motverkas. Detta kan ske genom att man i lag fastställer den högsta ägarandel som någon får ha.

En ägares möjlighet till inflytande kan begränsas även på det sättet att han i den beslutande församlingen inte tillåts att utnyttja sin ägarandel fullt ut. Regler som begränsar en ägares möjlighet till inflytande medför att företagsledningen lättare kan agera fritt från påverkan från ägarna. Detta skulle kunna leda till att neutraliteten hos börsen stärktes. Å andra sidan kan det också leda till motsatt resultat eftersom en dominerande företagsledning skulle kunna åsidosätta de nämnda kraven.

Ifall det införs regler om offentliga styrelserepresentanter och om att styrelsens ordförande skall godkännas av det allmänna motverkas risken för att börsens högsta ledning agerar på ett otillbörligt sätt.

Även om företagsledningen agerar neutralt och självständigt kan det ändå finnas skäl att byta ut eller göra förändringar i ledningen. Motivet härtill kan vara att ledningen inte är tillräckligt initiativrik och effektiv. Ägarnas möjligheter att agera för att byta ut en mindre kompetent verkställande ledning eller på annat sätt korrigera en negativ utveckling bör därför inte beskäras alltför mycket.

Enligt vår mening bör det införas regler som främjar ett spritt ägande av en börs. Om så sker kan det inte anses föreligga behov av regler som ytterligare begränsar ägarnas inflytande på bolagsstämman. Vi föreslår alltså att en gräns bestäms för hur stor andel av aktiekapital och röstetal varje ägare skall få inneha.

Var gränsen skall gå är inte lätt att avgöra. Allmänt sett torde det vara enklare att etablera en börs med hjälp av ett fåtal initiativtagare än att redan från början locka till sig ett stort antal ägare. Detta talar för att den högsta ägarandel som någon får ha inte sätts för lågt.

I avsnitt 6.2.4.2 under rubriken Huvudmannaskap och ägarbegränsningar konstateras att regler om ägarbegränsning skulle vara ett ganska trubbigt verktyg för att förhindra eller minska risken för att sådana otillbörliga hänsyn som angivits ovan skulle komma att tas. Skälet härtill är att otillbörliga hänsyn kan komma att tas även om ägarandelen är liten. Som framgår av nämnda avsnitt kan börsens självständighet stärkas även utan ägarbegränsningar. Skälet härför är att börsen på grund av sin anslutning till disciplinnämnden skulle vara skyldig att agera mot alla anslutna aktörer oberoende av om dessa även var ägare av börsen. Det nu anförda talar också för att gränsen inte bör sättas för lågt.

I det förslag till föreskrifter som lagts fram i Norge sägs att ingen aktieägare får äga aktier som representerar mer än 10 procent av röstetalet. Vidare sägs att utländska medborgare får äga högst 15 procent av aktiekapitalet. Efter tillstånd från finansdepartementet kan ägarandelen för utlänningar höjas till 25 procent.

I Finland har inte införts några regler om ägarbegränsning avseende ägande av en optionsbörs. Däremot stadgas i lag att vid ett optionsföretags stämma får ingen rösta för mer än en tjugondel av det röstetal som är företrätt vid stämman. I motiven till den finska bestämmelsen sägs endast

att optionsföretagets egenskap av neutral marknadsplats och upprätthållare av clearingverksamhet förutsätter att ingen kan ha bestämmanderätt på basis av ägandet i företaget.

För att uppnå balans mellan kravet på att ingen bör få en alltför dominerande ägarroll och till önskemålet att inte i alltför hög grad försvåra etablerandet av nya börser föreslås att ägartaket sätts vid 20 procent av såväl aktiekapitalet som röstetalet. För att inte regeln skall bli alltför statisk bör regeringen eller tillsynsmyndigheten ges en möjlighet att medge dispens om särskilda skäl föreligger, dvs. medge en högre ägarandel.

Även om ingen av initiativtagarna äger mer än 20 procent av aktiekapitalet eller röstetalet kan ägarkonstruktionen ändå framstå som tveksam. Så kan vara fallet om samtliga eller flera större initiativtagare tillhör samma intressesfär. I ett sådant fall kan huvudregeln komma att förlora sin betydelse genom att en koncentration av makten skett trots att något avsteg från regeln inte gjorts. Detta kan motverkas genom att huvudregeln utformas så att ägartaket sätts till 20 procent och att ägarkonstruktionen även i övrigt framstår som lämplig.

Nackdelen med att införa ändå strängare begränsningar är att det sannolikt skulle utgöra ett hinder mot nya etableringar, vilket i sin tur ökar risken för uppkomsten av faktiska privata monopol. Det är också tveksamt i vad mån neutraliteten och självständigheten hos en börs eller en clearing stärks genom strängare begränsningar av ägandet än vad som föreslagits i det föregående.

Vad som sagts i detta avsnitt bör appliceras även på clearingorganisationer.

För att kontrollen av att ägar- och röstetalsbegränsningsreglerna efterlevs föreslår vi att styrelsen för en börs eller en clearingorganisation skall vara skyldig att lämna bankinspektionen upplysningar om de förändringar i ägar- och röstetalsförhållandena som inspektionen begär.

Frågan om utländskt ägande i börser och clearingorganisationer behandlas i avsnitt 14.4.5.

6.5.3 Kapitalkrav

6.5.3.1 Kapitalkrav på en börs

I detta avsnitt diskuteras om det finns skäl att i lag ge föreskrift om kapitaltäckning eller någon form av grundfond av viss storlek eller eget kapital.

Vad en börs gör är endast att tillhandahålla en central marknadsplats för handel. Börsen har inga egna positioner och tar därför inga risker i handeln. Börsen är inte ansvarig för att alla avtal kan uppfyllas. Detta ansvar åvilar clearingen om sådan finns. I annat fall är detta parternas sak. Skäl att föreskriva krav på kapitaltäckning för en börs finns därför enligt vår mening inte.

Nästa fråga att besvara är om en renodlad börs är utsatt för risker av

annat slag som kräver ett reservkapital. De risker som här avses är risker som baserar sig på fel och missbruk från börsens anställdas sida eller på tekniska fel och som börsen kan bli tvungen att svara för utan att börsen kan få ersättning av någon utomstående. Exempel härpå kan vara tekniska fel i det datoriserade handelssystemet som leder till att avslut i en optionsaffär registreras utan att något avslut verkligen kommit till stånd. Det kan också uppkomma felaffärer t.ex. i ett blockorderhandelssystem av den typ som OM har där felaffären är orsakad av hos börsen anställd personal. För täckande av skadeståndsskyldighet som kan uppkomma i börsverksamheten bör av ett börsföretag krävas att ett visst kapital, som står i rimlig proportion till risken, finns bundet i företaget.

I 28 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs stadgas att av fondbörsens kapital skall 1 milj. kr. avsättas till en grundfond. Fonden får användas endast för att täcka förlust som har uppkommit i fondbörsens verksamhet och som ej kan täckas av andra medel. Nedgår fonden under 1 milj. kr. skall börsstyrelsen vidtaga åtgärder som syftar till att den snarast åter uppgår till föreskrivet belopp. Vi föreslår att den bestämmelsen behålls oförändrad för Stockholms fondbörs del.

Det är naturligt att ett företag som vill bedriva sådan börsverksamhet som här diskuteras har god soliditet. Skälet härtill är att prognosen för att börsen skall kunna fortleva under en ej alltför kort period skall vara god. Ett initialt krav på ett relativt stort kapital i form av aktiekapital resp. insatser markerar att börsverksamhet endast bör drivas av företag med god finansiell styrka och det stärker förutsättningarna för att verksamheten får viss varaktighet. Vi anser att ett kapital på 10 milj. kr. väl tillgodoser detta syfte.

När det gäller börser som drivs i form av aktiebolag eller ekonomiska föreningar synes det inte vara lämpligt att använda den modell med grundfond som gäller för Stockholms fondbörs. I stället bör kravet på god soliditet anses tillräckligt för att börsen skall kunna svara för förluster som kan uppkomma i verksamheten. Något ytterligare krav utöver ett kapital på minst 10 milj. kr. behöver inte ställas upp.

Vi föreslår att börser som drivs som aktiebolag eller ekonomiska föreningar initialt skall ha ett eget kapital i form av aktiekapital eller insatser på minst 10 milj. kr.

6.5.3.2 Kapitalkrav på en clearingorganisation

Bakgrund

Clearingens viktigaste uppgift är som tidigare närmare redovisats i avsnitt 6.2.1 att gentemot kunderna garantera uppfyllelsen av alla avtal som registreras. Clearingen träder in i alla affärer som part. Därigenom klipps banden av mellan de ursprungliga kontrahenterna. Förfarandet medför att clearingens position i handeln alltid skall vara neutral, dvs. att clearingen inte skall vara utsatt för någon risk i handeln under förutsättning att alla kunder har förmåga och vilja att klara av sina åtaganden enligt options- och

terminskontrakten. Hos clearingen motsvaras således alltid en innehavd option av en exakt likadan utfärdad option och en köpt termin motsvaras av en likadan termin som sålts.

Nu är det inte säkert att alla kunder förmår uppfylla sina åtaganden och bl.a. i den situationen inträffar det att clearingen måste uppfylla sitt garantiåtagande. För att upprätthålla garantifunktionen i handeln måste därför clearingen återförsäkra sig genom att kräva att en utfärdare av en option och en köpare eller en säljare av en termin ställer säkerhet för sina åtaganden i handeln. Vidare måste köparen av en option uppfylla sin del av avtalet genom att betala. När premien väl är betald har han uppfyllt sin del av avtalet och några ytterligare krav kan inte riktas mot honom.

Kapitalkrav på en clearingorganisation kan inte utformas med bortseende från det säkerhetssystem som finns. Säkerhetssystemets uppgift är att tillse att kunderna ställer säkerhet i sådan utsträckning att det skapas garantier för att de förmår uppfylla sina åtaganden gentemot clearingen.

Förutom att kunderna ställer säkerhet kan säkerhetssystemet kompletteras även på annat sätt. Detta kan ske genom att mäklarna gentemot clearingen garanterar kundernas åtaganden. Det kan också inrättas en särskild fond som fungerar som en buffert mellan kunderna/mäklarna och clearingen. Clearingen kan också ha en försäkring hos något försäkringsbolag. Det är också tänkbart att clearingen som en nödfallsåtgärd har tillförsäkrat sig rätt att debitera de till clearingen anslutna aktörerna för att täcka en förlust som uppkommit i verksamheten.

På detta sätt kan långa säkerhetskedjor byggas upp. Det finns dock en betydande nackdel med att binda omotiverat stora värden som säkerhet i systemet. Därmed dras resurser onödigtvis från marknaden vilket leder till lägre likviditet. Sätts säkerhetskraven för lågt uppstår i förlängningen risk för att clearingorganisationen inte förmår svara upp mot sitt garantiåtagande. Det gäller därför att hitta en lämplig balans mellan dessa motstående intressen.

Ett säkerhetssystems tillförlitlighet bygger inte uteslutande på de säkerhetsvärden som enligt regelverket skall finnas i systemet. Det måste också finnas ett effektivt kontrollsystem. Kontrollsystemet måste dels innehålla vissa rutiner för övervakning av att föreskrifterna följs och dels innehålla ett väl utbyggt informationssystem om de förändringar som sker i säkerhetsbehovet.

De eventuella krav som bör ställas på ett säkerhetssystem i derivathandeln behandlas i avsnitt 8.4.6 i samband med att handelsreglerna för denna handel tas upp. Som förutsättning för det fortsatta resonemanget gäller att det totala säkerhetssystemet bör vara så utformat att det är osannolikt att clearingen skall behöva infria sitt garantiåtagande.

Clearingorganisationens risk

Även om man utgår ifrån att säkerhetssystemet är så utformat att det är osannolikt att clearingen blir tvingad att infria sitt garantiåtagande bör man

ändå inte utesluta möjligheten att den situationen kan uppstå. De situationer när detta kan ifrågakomma kan sammanfattas i följande punkter.

1. Kunden förmår inte uppfylla sina åtaganden. Bristen kan bestå i utebliven betalning eller leverans (motpartsrisk).
2. Det uppstår fel i det tekniska systemet eller personalen begår fel eller oegentligheter.

Utformningen av kapitalkravet på grund av motpartsrisken

Den situation som ligger närmast till hands när det gäller motpartsrisken är att en kund som har en position som utvecklas i ogynnsam riktning inte vid en viss tidpunkt fyller på med säkerhet till det värde som clearingen angivit. Detta kan leda till att clearingen måste tvångsavsluta kundens position. Den risk clearingen tar i denna situation motsvaras dels av den negativa förändring som skett från det att säkerhetskravet senast blev uppfyllt till dess det upptäcks att säkerhet inte ställts i föreskriven utsträckning och dels av att värdet hinner förändras i ogynnsam riktning till dess positionen hunnit avslutas.

De risker som här beskrivits skall vara täckta genom det befintliga säkerhetssystemet. Genom att ha ett säkerhetssystem som utgår ifrån att clearingen skall ha tid på sig att reagera i de fall säkerheter inte fylls på i föreskriven utsträckning uppnås en nödvändig trygghet i systemet. Den risk som här beskrivits skall således initialt täckas av det befintliga säkerhetssystemet och ej av clearingens egna tillgångar.

I den beskrivna situationen skall kapitaltäckningskravet utgöra den sista bufferten i säkerhetskedjan. Clearingens eget kapital skall således fånga upp risken för att säkerhetssystemet trots allt var underdimensionerat. Frågan är då hur kapitalkravet skall bestämmas.

Det säkerhetskrav som svarar mot ett clearingkonto återspeglar den risk som positionerna på kontot medför. Ett sätt att ange kapitalkravet vore därför att knyta kravet till det totala säkerhetsbehovet för samtliga clearingkonton.

Det finns dock andra modeller för hur kapitalkravet för clearingen kan se ut. I Norge har föreslagits att clearingen skall ha ett eget kapital på minst 10 milj. NOK. Vidare sägs att clearingen skall ställa betryggande säkerhet för det ansvar den påtar sig vid utövandet av sin verksamhet. Säkerhetsbeloppet fastställs av finansdepartementet men måste alltid uppgå till minst 75 milj. NOK. Därvid skall särskild hänsyn tas till clearingens transaktionsvolym.

I Finland föreskrivs i lag att aktiekapitalet för en clearing skall uppgå till minst 10 milj. FIM. Dessutom föreskrivs att det egna kapitalet skall uppgå till minst en procent av det sammanlagda beloppet av de utestående avtalen.

I propositionen till den finska bestämmelsen lämnas följande motivering:

> En central utgångspunkt för ett optionsföretags verksamhet är att företaget inte har egna positioner och därtill anslutna intressen och risker på marknaderna för options- och terminsavtal och den underliggande egen-

domen. Det system med säkerheter som avser clearing i optionshandeln syftar till att täcka riskerna i anslutning till utestående options- och terminsavtal. Ett optionsföretag är ansvarigt för att alla options- och terminsavtal uppfylls, men detta ansvar täcks av att förmedlarna och deras kunder i sin tur är ansvariga i förhållande till optionsföretaget. På options- och terminsmarknaden finns dock även osystematiska risker som baserar sig på fel och missbruk och som optionsföretaget i sista hand kan bli tvunget att svara för utan att företaget kan få ersättning av utomstående. För täckande av detta ansvar måste av ett optionsföretag krävas en viss soliditet som är bunden till marknadens aktivitet. Om optionsföretaget inte själv driver clearingverksamhet tillämpas inte kravet på soliditet på det, eftersom företaget då inte har sådana utestående avtal som utgör grund för ett soliditetskrav. Optionsföretagets eget kapital skall utgöra minst en hundradedel av det sammanlagda beloppet av de utestående avtalen i optionsföretaget. En option eller en termin som bokförs på ett options- eller terminskonto kan vara antingen öppnande eller slutande. I samband med clearing av ett optionsköp bör uppges om t.ex. en köpt eller utfärdad option är öppnande eller slutande. Ett slutande avtal kvittar eller sluter ett ansvar som baserar sig på avtal som tidigare bokförts på kontot. När en option utfärdas som uppges öppna en position uppkommer ett ansvar för optionsutfärdaren. En termin kan föranleda ett utestående avtal för både säljaren och köparen om tidigare ansvar inte sluts med terminen. Storleken av utestående avtal beror på den underliggande egendomens värde. Aktiviteten och den totala risken på marknaderna återspeglas bäst av det sammanlagda beloppet av alla utestående avtal enligt options- och terminskontona inom optionsföretaget. Därför föreslås att den soliditet som krävs av ett optionsföretag skall bindas vid det sammanlagda beloppet av de utestående avtalen.

En viktig förutsättning för att handeln med optioner och terminer skall fungera är att clearingens soliditet är sådan att den inte kan ifrågasättas. Det finns därför goda skäl att, såsom föreslagits i Norge och såsom gäller i Finland, dels kräva ett visst minimikapital och dels kräva ytterligare kapital som på något sätt är relaterat till den risk clearingen är utsatt för i anledning av sitt garantiåtagande.

Det framstår som rimligt att mot bakgrund av det garantiåtagande som en clearingorganisation påtar sig i handeln kravet på lägsta kapital i form av aktiekapital resp. insatser sätts högre för en clearingorganisation än för en börs. Vi föreslår att kravet sätts vid 25 milj. kr.

När det gäller den norska kapitaltäckningsmodellen kan den invändningen göras att det torde medföra praktiska problem att kontinuerligt anpassa kapitaltäckningskravet till de förändringar som sker i transaktionsvolymen. Det synes därför vara bättre att ange kapitaltäckningskravet som en procentsats av det totala säkerhetsbehovet eller, i överensstämmelse med den finska lagen, av det totala underliggande värdet av utestående kontrakt.

Vilken av dessa sistnämnda metoder man väljer saknar sannolikt betydelse. Vi har stannat för att föreslå att kapitaltäckningskravet anges som en procentsats av det totala säkerhetsbehovet. Vi föreslår att en clearingorganisation bl.a. skall beräkna de säkerheter som kunderna är skyldiga att

ställa i handeln enligt de förslag därom som vi lägger fram. Det synes därför vara en enkel metod att relatera kapitaltäckningskravet till det totala säkerhetsbehovet.

Kapitaltäckningskravet är till för att möjliggöra för clearingorganisationen att fullgöra sitt garantiåtagande i en situation där det visar sig att uppställda säkerhetskrav varit för lågt ställda. Vårt förslag vad gäller kraven på säkerhet är sådant att dessa medel sannolikt aldrig behöver användas. Eftersom risken för att denna extrema situation uppkommer får bedömas som liten bör kapitaltäckningskravet inte sättas alltför högt.

Det totala dagliga säkerhetssaldot vid OM under år 1988 varierade mellan 450 milj. kr. och drygt 1 100 milj. kr. såvitt avser instrument relaterade till indexet OMX. För aktierelaterade instrument var motsvarande siffror 325 resp. 968 milj. kr. och för ränterelaterade instrument 10 resp. 518 milj. kr. Vi har funnit att kapitaltäckningskravet bör fastställas till 5 procent av det totala säkerhetssaldot.

I en marknad med stora prisfluktuationer kan det uppstå tillfälliga, mycket höga säkerhetssaldon i handeln. Det kan i dessa lägen vara svårt för clearingorganisationen att genom nyemission eller annan kapitalanskaffning öka det egna kapitalet så att det motsvarar det föreslagna kapitaltäckningskravet. Det framstår inte som befogat att clearingorganisationens egna kapital skall vara avpassat för sådana tillfälliga toppar till den del de har att göra med tillfälliga kraftiga kurssvängningar. Risken med dessa tillfälliga toppar skall i stället tas om hand av säkerhetssystemet i första hand genom att clearingorganisationen föreskriver höjda säkerhetskrav i handeln och i andra hand att bankinspektionen ger föreskrifter om tilläggssäkerhet (se avsnitt 8.4.6.6). Är det däremot så att det höga totala säkerhetssaldot uppkommer på grund av en volymökning i handeln och den består över en längre tidsperiod måste clearingorganisationen vidta åtgärder för att höja det egna kapitalet så att det motsvarar det fastställda kapitaltäckningskravet. Därvid bör clearingorganisationen få rimlig tid på sig att vidta erforderliga åtgärder för att höja det egna kapitalet. Mot bakgrund av vad som sagts föreslår vi att kravet på fem procents kapitaltäckning ställs i relation till det totala genomsnittliga säkerhetsbehovet för samtliga kunder beräknat halvårsvis. Föreligger brist skall styrelsen vidta åtgärder för att höja det egna kapitalet till föreskriven nivå. Sådana åtgärder bör vidtas så snart ske kan och senast inom ett år från det att bristen upptäcktes.

Om Stockholms fondbörs kommer att starta clearingverksamhet bör motsvarande kapitaltäckningsbestämmelser även gälla i den verksamheten. Kapitaltäckning för fondbörsens del kan dock inte relateras till eget kapital utan det bör i stället anges att fondbörsen skall ha egna fonder eller garantier som minst motsvarar 5 procent av säkerhetsbehovet beräknat på sätt som vi föreslår skall gälla för andra clearingorganisationer. Uppstår brist får det ankomma på börsstyrelsen att vidta erforderliga åtgärder för att anskaffa medel eller garantier så att de svarar mot det föreskrivna kravet.

Vi föreslår alltså att det i lag anges att en clearingorganisation skall fortlöpande till kundernas skydd ha ett eget kapital som minst svarar mot 5

procent av det sammanlagda genomsnittliga behovet av säkerhet för samtliga kunder halvårsvis beräknat, att om det föreligger brist styrelsen skall inom ett år vidta åtgärder så att det egna kapitalet åter motsvarar föreskriven nivå samt att motsvarande bestämmelser skall gälla för Stockholms fondbörs om fondbörsen driver clearingverksamhet.

Utformningen av kapitalkravet för tekniska fel samt fel och missbruk från personalens sida

I avsnitt 6.5.3.1 har diskuterats hur ett kapitalkrav som tar sikte på risker som är hänförliga till fel och missbruk från börsens anställdas sida och till tekniska fel kan vara utformat. I likhet med vad som framhölls där beträffande börser bör också för clearingorganisationer kravet på kapital anses tillräckligt för att organisationerna skall kunna svara för sådana förluster som här avses.

6.6 Börsens och clearingorganisationens ledning

I detta avsnitt diskuteras först hur det allmännas inflytande i styrelsen för en börs eller en clearing skall säkerställas. Vad som sägs i detta avsnitt tar inte sikte på styrelsen för Stockholms fondbörs. De två inledande delarna av detta avsnitt avser således endast andra börser än fondbörsen. I den sista delen av detta avsnitt diskuteras Stockholms fondbörs styrelses sammansättning.

6.6.1 Offentliga styrelserepresentanter

I avsnitt 6.2 har angivits att en förutsättning för accepterandet av ett system med möjlighet till etablering av flera konkurrerande börser och clearingorganisationer är att samhället ges möjlighet till insyn i verksamheten. Ett av de sätt som då står till buds är att i lag ange att ett visst antal ledamöter av styrelsen för en börs eller en clearing skall utses av regeringen.

Inledningsvis lämnas en kortfattad redogörelse för hur det offentliga inflytandet blivit säkerställt i styrelsen för Stockholms fondbörs och i styrelserna för affärsbankerna.

Det offentliga inflytandet över styrelsen vid Stockholms fondbörs har genom åren stärkts. Före 1975 utsåg regeringen endast ordföranden i den då nio man starka styrelsen. Den 1 januari 1975 trädde nya regler i kraft som rörde börsstyrelsens sammansättning. Därvid bestämdes att fyra ledamöter, däribland ordföranden och vice ordföranden, skulle utses av regeringen. Bakgrunden till nyordningen var att börsen ansågs fylla en allt viktigare samhällsfunktion. Med anledning härav ansågs att det allmännas inflytande borde stärkas (prop. 1974:178 s. 15 ff.).

Genom en lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1984 utökades antalet ledamöter i börsstyrelsen till elva. Av dessa skall regeringen utse sex ledamöter däribland ordföranden och vice ordföranden. Som skäl till föränd-

ringen anfördes att aktiemarknaden ökat i omfattning och att den därigenom fått en allt viktigare roll för samhällsekonomin. Med anledning härav ansågs att det allmännas representation i börsstyrelsen borde stärkas ytterligare.

Systemet med offentliga representanter i affärsbankernas styrelser har funnits sedan 1970. Detta genomfördes i syfte att skapa en form för samhällets medverkan i och inflytande över affärsbankernas beslut vad gäller finansieringsverksamhetens allmänna inriktning samt i enskilda kreditfrågor och andra från det allmännas synpunkt viktiga ärenden.

I 7 kap. 1 § bankaktiebolagslagen (1987:618) sägs att styrelsen för ett bankaktiebolag skall bestå av minst fem ledamöter. Styrelsen väljs av bolagsstämman. Regeringen får dock utse högst fem ledamöter i styrelsen med uppgift att särskilt verka för att samhällets intressen beaktas i bolagets verksamhet.

I Norge har föreslagits att en optionscentrals styrelse skall bestå av minst fem ledamöter. I förslaget ges inga föreskrifter om offentliga styrelseledamöter.

I Finland finns det ingen motsvarande bestämmelse.

Som framgått av avsnitt 6.2 och 6.3 skall syftet med offentlig representation i styrelsen för en börs eller en clearing vara att skapa garantier för att sådana företag agerar på ett neutralt och självständigt sätt. Det allmänna synes inte behöva ha lika stort inflytande i dessa företag som det har i Stockholms fondbörs. Det får anses vara tillräckligt med en reglering som motsvarar vad som gäller i affärsbankerna.

Styrelsen för en börs eller en clearing bör enligt vår mening bestå av minst fem ledamöter. Styrelsen bör utses av företagets högsta beslutande organ. Regeringen bör dock utse högst två ledamöter i styrelsen (offentliga styrelseledamöter) med uppgift att särskilt verka för att allmänhetens intressen beaktas i verksamheten.

6.6.2 Godkännande av styrelsens ordförande

I detta avsnitt diskuteras om neutraliteten hos en börs eller en clearingorganisation skulle stärkas ytterligare om styrelsens ordförande måste godkännas av det allmänna.

En sådan regel finns när det gäller affärsbankerna. Motivet till att den infördes utvecklades i prop. 1984/85:35 s. 6 på följande sätt. Systemet med offentlig representation i affärsbankernas styrelser har i stort fungerat tillfredsställande. Genom de offentliga ledamöterna har sålunda från samhällets sida skapats en viss insyn och medverkan i affärsbankernas verksamhet. De offentliga ledamöterna har också kunnat tillföra bankstyrelserna kunskap och information från sina intresseområden till gagn för bankernas verksamhet. Med hänsyn till den roll affärsbankerna har inom samhällsekonomin bör samhällets inflytande över styrelsernas sammansättning stärkas. Med hänsyn till den centrala ställning som ordföranden i en affärsbanksstyrelse har ligger det närmast till hands att detta sker genom att ge

det allmänna inflytande över valet av ordförande.

En styrelseordförande har en central roll i ett företag. Detta gäller oavsett om han är "arbetande" styrelseordförande eller ej. Genom att införa en regel om att det allmänna skall ha ett bestämmande inflytande över valet av ordförande i styrelsen för en börs eller en clearingorganisation stärks avsevärt det allmännas insyn och inflytande över verksamheten. Syftet med en sådan åtgärd skulle vara att på ett mer avgörande sätt skapa garantier för att till ordförande utses en person som kan förväntas verka för att också allmänhetens intressen tillvaratas i verksamheten.

Om det byggs upp en lagstiftning rörande börs- och clearingverksamhet som bl.a. innehåller krav på koncession för att verksamheten skall få drivas, kan det ifrågasättas om inte statsmakterna, gentemot allmänheten, har påtagit sig ett ansvar för att verksamheten uppfyller de grundläggande krav som lagstiftningen ställer. Detta talar för att det allmänna ges ett bestämmande inflytande över valet av styrelseordförande. Vi föreslår därför att en sådan regel införs.

6.6.3 Styrelsen för Stockholms fondbörs

Enligt direktiven har kommittén också att överväga i vad mån den utveckling som har skett på värdepappersmarknaden motiverar ändringar i fråga om sammansättningen av styrelsen för Stockholms fondbörs. Det kan därför finnas skäl att diskutera denna fråga mot bakgrund av förslaget om börsmonopolets avskaffande. Frågan kan dock inte diskuteras enbart ur den aspekten utan bör ses även mot bakgrund av våra förslag som rör rollfördelningen mellan fondbörsstyrelsen, disciplinnämnden och bankinspektionen. Börsens huvuduppgifter bör vara att organisera, administrera och utveckla handeln. Vissa uppgifter som fondbörsens styrelse har i dag skall avlastas styrelsen och föreslås bli handlagda av disciplinnämnden. Detta gäller framför allt sanktionsbeslut riktade mot börsbolag och beslut om upphävande av börsanslutning.

En redogörelse för nuvarande och tidigare regler om styrelsens sammansättning lämnas i avsnitt 6.6.1. Här skall kortfattat redovisas sammansättningen av styrelserna för några viktigare utländska börser.

Danmark: Köpenhamns fondbörs leds av en börsstyrelse med totalt 10 ledamöter. Industriministern utser ordförande. Av övriga i styrelsen utses två av börsmedlemmarna och en av obligationsemittenterna, en gemensamt av bankföreningen och sparbanksföreningen, en av börsens personal, en gemensamt av riksbanken, industriförbundet, handelskammaren och rederiföreningen samt tre av investerarna. Börsstyrelsen utser en VD som ej ingår i styrelsen.

Finland: Helsingfors fondbörs är ett andelslag och förvaltas av ett förvaltningsråd och en styrelse. Förvaltningsrådet utses av andelsstämman där alla medlemsföretag har rösträtt. Av förvaltningsrådets 18 medlemmar skall sex företräda de medlemsföretag som är banker, tre företräder övriga medlemsföretag och nio företräder de listade bolagen och andra närings-

livsorganisationer. Förvaltningsrådet fattar beslut i frågor av stor eller principiell betydelse för börsen samt utser styrelsemedlemmarna, styrelseordförande och vice ordförande. Styrelsen består av högst åtta ledamöter. Av dessa skall minst två företräda de banker som är medlemsföretag, minst en skall företräda de övriga medlemsföretagen och minst två företräda de listade bolagen och näringslivsorganisationerna. Styrelsen beslutar i frågor om listning, medlemsansökan, kontroll av mäklarnas handel, etc. Förvaltningsrådet utser också en VD med uppgift att sköta administrationen av börsens verksamhet. VD ingår varken i förvaltningsrådet eller i styrelsen.

Frankrike: I Frankrike finns sju börser där "La Bourse de Paris" är störst och svarar för 95 procent av aktiehandeln. De franska börserna är centralt styrda och lyder alla under ett råd "Conseil des Bourses des Valeurs" (CBV). Detta råd består av tolv medlemmar varav börsmedlemmarna utser åtta, de listade företagen, börsernas personal och finansministern en var. Rådet utser inom sig en ordförande. Börsernas verkställande organ kallas "La Société des Bourses Francaises" (SBF). SBF ansvarar för att marknaden fungerar tillfredsställande, för informationsspridning samt för listning och övervakning av medlemsföretagens handel. SBF består av elva medlemmar. För närvarande är ordföranden för CBV också ordförande för SBF men detta är inget formellt krav. Bland de övriga medlemmarna finns en representant för regeringen och ett s.k. administrationsråd på åtta personer. Medlemmarna i detta råd utses av börsens medlemsföretag för en period av sex år. CBV utser en VD som ansvarar för börsernas dagliga handel. Detta val måste godkännas av finansministern. VD ingår i SBF.

Kanada: Toronto Stock Exchange (TSE) är Kanadas största börs. Börsens högsta beslutande organ kallas "the General Meeting". Vid the General Meeting som sammanträder en gång per år har alla medlemsföretag en röst. TSE styrs av en styrelse med tretton ledamöter. Av dessa representerar tio stycken medlemsföretagen och två "Public Governors". Dessa tolv ledamöter väljer en VD som också ingår i styrelsen. Styrelseordföranden och vice ordförande utses bland medlemsföretagens representanter av styrelsen. En speciell valkommitté som består av styrelsens ordförande, vice ordförande och den f.d. styrelseordföranden väljer ut de tio ledamöter som ska representera medlemsföretagen. De två "Public Governors" utses av Ontarios federala regering.

Norge: Oslo börs är Norges ledande börs. Det högsta beslutande organet är det s.k. börsrådet med 20–25 ledamöter. Dessa ledamöter utses av finansdepartementet på förslag bl.a. av departementen, riksbanken, medlemsföretagen m.fl. Syftet är att dessa ledamöter ska representera olika privata och offentliga intressen. Bland börsrådets medlemmar utser finansministern en ordförande och vice ordförande. För närvarande finns 21 ledamöter, varav fyra representerar olika departement, två riksbanken, en LO, en VPC, tre de listade företagen och tio medlemsföretagen, olika förbund, näringslivsorganisationer och universitet. Börsrådet utser en börsstyrelse med uppgift att förvalta börsens angelägenheter. Börsstyrelsen har fem–sju ledamöter som väljs bland personer som anses besitta den nödvän-

diga juridiska, ekonomiska och marknadsekonomiska kompetensen. En medlem av börsrådet får inte vara medlem av börsstyrelsen. Bland styrelsemedlemmarna utser börsrådet styrelseordförande och vice ordförande. Styrelsens sammansättning kan variera. För 1989 består den förutom av ordförande och vice ordförande av fem ledamöter varav en representerar börsmedlemmarna, en kreditföretagen, en industrifonden och två de listade företagen. För den dagliga skötseln av börshandeln ansvarar en VD som inte ingår i styrelsen.

Storbritannien: "the International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Limited" (ISE) leds och kontrolleras av ett råd som i dag består av 31 ledamöter. Antalet kan variera år från år. I rådet ingår i dag 25 representanter för medlemsföretagens intressen. Dessa utses av medlemsföretagen själva på förslag av en valkommitté. Vidare består rådet av fyra s.k. "lay members" som utses av rådet. De måste dock godkännas av direktören för centralbanken "the Bank of England". Lay members är oberoende personer med viss insikt i värdepappershandel, t.ex. från den akademiska världen. I rådet ingår även en regeringsrepresentant som dock inte har rösträtt. Rådet väljer VD. Denne ingår i rådet men saknar rösträtt. Inom rådet utses styrelseordförande och två vice ordförande. Den valkommitté som utser medlemsföretagens representanter består av tre aktuella eller f.d. lay members och två representanter från medlemsföretag som har lämnat eller strax kommer att lämna rådet. Även om rådet inte har några speciella representanter för investerare i allmänhet eller de listade företagen så har rådet ändå ett ansvar gentemot dessa.

USA: New York Stock Exchange (NYSE) är den största börsen i USA såvitt gäller aktiehandel. NYSE leds och kontrolleras av en styrelse med totalt 27 ledamöter varav 12 är s.k. "Public Directors" representerande de listade företagen och allmänheten och 12 är s.k. "Industry Directors" representerande börsens olika medlemmar. Dessa 24 ledamöter utses av NYSES:s medlemsföretag. I styrelsen ingår en arbetande styrelseordförande, en arbetande vice styrelseordförande och NYSE:s VD, som sköter den dagliga handeln. Dessa tre personer väljs av styrelsens övriga ledamöter. Bland de 12 "Industry Directors" utses också två vice styrelseordförande som dock inte betecknas som arbetande.

Motivet till att styrelsen för Stockholms fondbörs består av så många som elva ledamöter är att samtidigt som det allmänna haft intresse av att utse en majoritet av styrelsen, har det varit en önskan att styrelsen totalt har en så allsidig sammansättning som möjligt. Skälet till det allmännas starka inflytande i styrelsen är aktiemarknadens betydelse för samhällsekonomin och allmänhetens stora intresse för aktier.

Både inom landet och internationellt har handeln med fondpapper och andra finansiella instrument expanderat kraftigt under de senaste åren. Börserna världen över konkurrerar i dag i större utsträckning med varandra än vad som skett tidigare. Ett exempel härpå är att flera svenska bolag finns registrerade även på utländska börser och att omsättningen på deras aktier i utlandet är lika stor som den är vid Stockholms fondbörs. Utvecklingen

pekar också mot att börserna världen över utvecklar samarbetsavtal med varandra och den internationella handeln med värdepapper vävs på det sättet samman och blir effektivare. Mellan börserna i Norden har ett sådant arbete påbörjats och är under utveckling. De närmaste åren kommer att ställa stora krav på ledningen för Stockholms fondbörs om fondbörsen skall kunna behålla sin ställning som en betydelsefull marknadsplats för handel med svenska aktier. Kravet på en effektiv börsstyrelse kan därför inte nog understrykas.

Börsstyrelsen består i dag av elva ledamöter och lika många suppleanter. Vi anser att effektiviteten skulle kunna höjas genom att det totala antalet ledamöter och suppleanter minskades kraftigt. Detta får dock inte leda till att det allmännas inflytande i styrelsen minskar. De skäl som föranlett att det allmänna bör ha ett starkt inflytande i börsstyrelsen har inte försvagats. Om våra förslag till harmonisering med det regelsystem som gäller inom EG genomförs har skälen tvärtom stärkts. I EG:s första börsdirektiv (se bilaga 3) framgår att medlemsstat i EG ansvarar för att de krav för bl.a. inregistrering av värdepapper och informationsgivning från utgivare som ställs upp följs. Medlemsstaten skall därvid utse en eller flera behöriga institutioner som har att tillse att de föreskrifter som ställts upp i direktivet fullföljs i medlemslandet. Vi föreslår att börsstyrelsen sköter den övervakningen. Även mot den bakgrunden framstår det därför som motiverat att behålla det allmännas starka inflytande.

Ytterligare en åtgärd som bör leda till att effektiviteten höjs är att stärka börschefens roll. Kontakten med både den svenska och den internationella marknaden sköts av börschefen och när det gäller det internationella samarbetet kommer han att ha en betydelsefull uppgift. Vi anser därför och mot bakgrund av att enligt vårt förslag alla sanktioner riktade mot börsmedlemmar och emittenter skall beslutas av disciplinnämnden, det skulle vara en fördel att börschefen ingår som en ledamot av börsstyrelsen.

De intressen som oundgängligen måste vara representerade i styrelsen är börsbolagen, börsmedlemmarna, den aktiesparande allmänheten och det allmänna. Däremot framstår det inte som nödvändigt att de institutioner som har det omedelbara ansvaret för obligationsmarknaden är representerade. Riksbankens och riksgäldskontorets intressen bör kunna tillvaratas av en av de ledamöter som företräder det allmänna.

Antalet ledamöter bör fastställas till nio. Av dessa bör regeringen utse fyra, däribland ordföranden och vice ordföranden. Bland dessa ledamöter bör skilda intressen och sakkunskap vara representerade. Vi anser att ordföranden bör vara jurist och att vice ordföranden bör vara en ekonom, gärna med förankring i riksbanken. De två övriga ledamöterna som utses av regeringen bör tillföra börsstyrelsen allmänna erfarenheter som är av betydelse för den viktiga funktion som börsen fyller i samhället. Något krav på att detta skall ske genom parlamentarisk representation bör inte uppställas. Riksdagen utövar sin styrning av börsverksamheten genom normgivningen. Det kan lika gärna vara någon från de stora arbetstagarorganisationerna som fyller en sådan uppgift. Av de återstående tre intressegrupper som bör

vara representerade bör en utses av Svenska handelskammarförbundet och Sveriges industriförbund gemensamt, två av börsmedlemmarna samt en utses av Sveriges aktiesparares riksförbund eller liknande organisation.

Börschefen utses av börsstyrelsen. Vid beslut om tillsättande av börschef föreslår vi, liksom gäller i dag, att kvalificerad majoritet skall föreligga. Det innebär att minst sex ledamöter måste vara ense om valet. I praktiken innebär det att representanter för det allmänna och för övriga intressegrupper måste hitta en person som de kan enas kring. I börsstyrelsens dagliga arbete torde många olika intressekonstellationer göra sig gällande, t.ex. när skilda uppfattningar gör sig gällande mellan de båda börsmedlemmarna eller mellan företrädarna för emittenterna och aktiespararna. Det kan knappast bli fråga om någon blockbildning inom börsstyrelsen och det kan inte befaras att börschefen får en vågmästarställning.

Antalet suppleanter för ledamöterna bör reduceras till tre. Börschefens ställföreträdare bör vara suppleant för börschefen. I övrigt bör en utses av regeringen och en gemensamt av de övriga intressegrupperna.

6.7 Börs- och clearingavgifter

6.7.1 Behov av statlig reglering

En grundläggande förutsättning för en effektiv börsverksamhet är att avgifterna hålls på en rimlig nivå. Den förutsättningen gäller generellt och alltså oberoende av i vilken institutionell form verksamheten bedrivs. Målet att hålla avgifterna nere kan uppnås om flera börser och clearingorganisationer konkurrerar med varandra. För att konkurrensen skall få denna effekt krävs att det finns verklig konkurrens mellan flera företag på marknaden. Den svenska marknaden för standardiserade optioner och terminer är emellertid för närvarande inte sådan att det kan antas bli fråga om annat än på sin höjd fåtalskonkurrens. Samma förhållande torde sannolikt komma att gälla för börsverksamhet med andra finansiella instrument. En fri prissättning kan i denna situation leda till att avgifterna kan hamna på en för hög nivå.

6.7.2 Reglernas utformning

Enligt 27 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs får fondbörsen av börsmedlem ta ut avgifter till bestridande av kostnaden för fondbörsens verksamhet i enlighet med de närmare föreskrifter som meddelas av regeringen. De närmare föreskrifterna finns angivna i förordning om Stockholms fondbörs.

Avgifterna utgörs dels av en inträdesavgift för börsmedlemmar och en inregistreringsavgift för dem som ger ut – emitterar – aktier och andra börspapper, dels av en årlig avgift för såväl börsmedlemmar som för emittenter av börspapper.

Inträdesavgiften utgör för börsmedlemmar 1 000 000 kr. (26 § börsförordningen) medan inregistreringsavgiften är fastställd till 0,1 promille av det nominella kapital som inregistreringen avser, dock minst 5 000 kr. (30 §).

Börsförordningen anger beträffande årsavgifter dels hur avgiften skall beräknas, dels den ram inom vilken avgiften skall bestämmas. Börsstyrelsen fastställer därefter i samband med behandlingen av fondbörsens budget det årliga avgiftsuttaget.

För börsmedlemmar skall årsavgiften bestämmas i förhållande till det sammanlagda beloppet av det courtage som börsmedlemmen året innan uppburit i sin fondkommissionsrörelse, dock högst 2,5 procent av detta belopp (27 §). För 1989 har börsstyrelsen fastställt uttaget till 1,6 procent.

För emittenter av aktier, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning skall årsavgiften bestämmas i förhållande till börspapperens noterade värde vid utgången av november månad närmast före avgiftsåret, dock högst 0,1 promille av detta värde samt minst 25 000 kr. för varje på fondbörsens kurslista upptagen benämning (32 §). För 1989 har börsstyrelsen fastställt avgiftsuttaget till 0,04 promille.

Årsavgiften för premieobligationer skall bestämmas i förhållande till obligationslånets nominella belopp, dock högst 0,1 promille av detta belopp (32 §). För 1989 har börsstyrelsen här fastställt avgiften till 0,08 promille.

Årsavgiften för räntebärande obligationer skall enligt börsförordningen bestämmas till ett visst belopp per lån, dock högst 5 000 kr. om lånet noteras dagligen, annars högst 2 000 kr. (32 §). För 1989 utgör uttaget 3 000 kr. respektive 1 500 kr.

Optionsutredningen har föreslagit att det införs en möjlighet för regeringen eller den myndighet regeringen bestämmer att ange de högsta avgifter som får tas ut av en optionsbörs eller en clearingorganisation.

Börser och clearingföretag som drivs i vinstsyfte finansierar sin verksamhet genom att de till börsen och clearingen anslutna aktörerna betalar avgifter för varje avslut som sker på börsen.

Först behandlar vi prissättningen vid andra börser än Stockholms fondbörs och clearingorganisationer och därefter övervägs Stockholms fondbörs' finansiering.

6.7.3 Avgifter vid andra börser än Stockholms fondbörs och vid clearingorganisationer

Prisreglering bör tillgripas endast i det fall det uppkommit ett faktiskt privat monopol eller när endast sådan fåtalskonkurrens uppstått att verklig konkurrens inte finns. Sannolikt kommer utvecklingen att leda till att det endast kommer att finnas ett fåtal börser i landet och att det därför i praktiken inte uppstår annat än fåtalskonkurrens. Därmed framstår det som troligt att någon form av prisövervakning i praktiken kommer att vara det normala. Frågan är då hur avgifterna skall bestämmas.

De avgifter som det allmänna bestämmer kan därvid vara exakt bestämda, dvs. de får varken över- eller underskridas, eller de kan bestämmas

i form av högsta belopp som inte får överskridas men väl får underskridas. En tredje utväg är att en börs eller en clearingorganisation måste hos bankinspektionen begära godkännande av varje avgift och varje höjning av avgiften innan den får tillämpas. En fjärde lösning skulle vara att det allmänna först i efterhand kontrollerade om avgiftssättningen var skälig eller ej. I det fall den var för hög skulle det allmänna ha att ange de högsta priser som fick tas ut.

Nackdelen med den först nämnda lösningen är att det är svårt att i förväg på något objektivt sätt exakt bestämma avgiftens storlek. Även om det finns en god prognos om kostnaderna för verksamheten så är det svårt att ha någon mer exakt uppfattning om investeringsbehov och om volym. Detta innebär att en riktig bedömning av avgifternas storlek kan göras först i efterhand. Fördelen är att metoden innebär en effektiv metod att motverka de negativa effekter som vinstintresset kan ha.

Den andra metoden, dvs. att sätta ett högsta pris, är enklare eftersom det endast behöver avgöras på vilken nivå avgifterna kan anses oskäligt höga. Detta innebär att det kan finnas mer eller mindre utrymme mellan de avgifter som kan anses väl avpassade i förhållande till kostnadstäckning, investeringsbehov och en rimlig vinst och den föreskrivna högsta avgiften. Nackdelen med en sådan metod är att den i förväg föreskrivna högsta avgiften kan komma att uppfattas som sanktionerad av staten och att den i praktiken tjänar som riktmärke för prissättningen.

Den tredje utvägen att varje ny avgift eller avgiftshöjning måste godkännas av bankinspektionen innan den får tillämpas i handeln synes vara en bra lösning. I samband med att börsen eller clearingorganisationen begär godkännande av avgiften måste avgiftens storlek motiveras och därmed får bankinspektionen ett underlag för en bedömning. På det sättet erhålls en relativt effektiv möjlighet för inspektionen att se till att kravet på lägsta möjliga transaktionskostnader upprätthålls. Att fastställa en skälig prisnivå i förväg är dock inte någon enkel uppgift. Visar det sig i efterhand att inspektionen felbedömt situationen kan det antingen leda till omotiverat höga vinster eller till ej önskvärda förluster. Inget av dessa resultat är bra.

Vi har därför funnit att den enda framkomliga vägen är att bankinspektionen får rätt att i efterhand granska avgiftssättningen och om avgifterna mot bakgrund av gjorda vinster och med beaktande av investeringsbehovet framstår som oskäligt höga ange de högsta avgifter som får tas ut i handeln. Utgångspunkten bör därvid vara att avgiften skall ge kostnadstäckning, inkl. investeringskostnader, utrymme för täckning av de kapitalkrav på börsen respektive clearingorganisationen som vi angett i avsnitt 6.5.3.1 och 6.5.3.2 och därutöver en skälig vinst.

6.7.4 Finansieringen av Stockholms fondbörs

6.7.4.1 Utvecklingen under 1980-talet

Aktiviteten vid Stockholms fondbörs har ökat påtagligt under hela 1980-talet. Det samlade värdet av de inregistrerade aktierna har tiodubblats under perioden. Antalet noterade bolag har stigit från knappt 100 år 1979 till för närvarande cirka 300 (inräknat OTC-listan och O-listan). En veckas aktieomsättning 1987 svarade mot hela årsomsättningen 1979.

Utvecklingen vid Stockholms fondbörs och vid marknaderna utanför Sverige har medfört att allt större krav ställts på fondbörsen när det gäller att sörja för en väl fungerande inhemsk värdepappersmarknad. För att leva upp till dessa krav satsar fondbörsen för närvarande betydande belopp på systemutveckling för handel, information och kommunikation.

De nya satsningarna har naturligt medfört att fondbörsens kostnader ökat. 1983 uppgick samtliga kostnader till 15,6 milj. kr. medan motsvarande uppgifter för 1989 beräknas till 100,3 milj. kr. Personalen har under motsvarande period ökat från 24 personer till beräknade 73 vid slutet av 1989.

Som framgår av redovisningen rörande gällande regler för avgifter till fondbörsen är årsavgifterna beroende av utvecklingen på aktiemarknaden när det gäller såväl courtage som kursutveckling. Högre courtageintäkter för medlemmarna samt allt högre marknadsvärde på börsbolagen har under 1980-talet tillfört fondbörsen intäkter motsvarande de kostnadsökningar som uppstått utan att de procentuella uttagen påverkats i någon större omfattning. Intäkterna från medlemmarna och emittenterna utgjorde 1983, 5 milj. kr. respektive 8,4 milj. kr. medan motsvarande uppgifter för 1989 är 19,5 milj. kr. och 38,6 milj. kr.

Under de senaste åren har intäkterna från försäljning av marknadsinformation fått allt större betydelse för fondbörsens finansiering. Börsstyrelsen har för denna verksamhet antagit riktlinjer som innebär att spridning av börsinformation till medlemmar och den breda allmänheten skall ske till självkostnadspris medan den spridning som sker till kommersiella informationsföretag skall ske till priser som fastställs på marknadsmässiga grunder.

6.7.4.2 Nackdelar med nuvarande finansieringsform

Fondbörsens organisation och investeringsvolym är anpassad efter nuvarande marknad och ett rimligt antagande om den framtida utvecklingen. Kostnadsramen är till stor del fast vilket innebär att det är svårt att på kort sikt anpassa kostnaderna till en lägre nivå vid t.ex. vikande courtage och aktiekurser. Av fondbörsens kostnader för 1988 och 1989 utgörs cirka en fjärdedel av fasta utgifter för personal samt ytterligare cirka hälften av fasta kostnader för sådan teknisk utrustning och utveckling som inte låter sig påverkas av ändrade marknadsförhållanden.

Fondbörsens kostnader är således till stor del fasta medan dess intäkter i princip kan sägas vara rörliga. Detta ger upphov till en besvärande känslighet när det gäller intäktsflödet och svårigheter att rationellt planera för

fondbörsens framtid. Det framstår därför som nödvändigt att skapa större stabilitet när det gäller avgiftsuttaget och fondbörsens intäkter.

Den årliga avgiften för börsmedlemmar är som framgår av redovisningen ovan fastställd till en viss procent av courtageinkomsten. Bestämmelsen kom till under en tid då medlemmarnas courtageinkomster var fasta och fastställda i författning. Sedan ett antal år är emellertid courtagesättningen fri och föremål för konkurrens mellan fondkommissionärerna. Den angivna metoden att fastställa medlemmarnas avgifter är därför inte längre lika rättvisande och användbar som fördelningsgrund som tidigare. Årsavgiften skall vidare enligt börsförordningen fastställas på grundval av medlemmarnas samtliga courtageinkomster utan hänsyn till att courtageintäkterna numera även kommer från marknader vid sidan av Stockholms fondbörs.

6.7.4.3 Överväganden beträffande framtida finansieringsformer

Vi anser mot bakgrund av vad som sagts att det nuvarande avgiftssystemet bör reformeras. De nackdelar med det nuvarande avgiftssystemet som påtalats ovan talar för att avgifterna i framtiden bör innehålla en fast marknadsoberoende del samt en del som är rörlig och beroende av utvecklingen på marknaden eller där hänsyn tas till i vilken omfattning medlemmen, emittenten eller annan tar fondbörsens resurser i anspråk. Man kan givetvis ha olika uppfattningar om hur stor del av avgiften som i så fall bör vara fast eller rörlig. Detta är en bedömningsfråga som över tiden påverkas av förhållanden inom och utanför fondbörsen. En annan fråga av bedömningskaraktär är avgifternas fördelning mellan medlemmar och emittenter.

Mot bakgrund av angivna förhållande är det inte möjligt eller önskvärt att låsa fast olika avgiftsdetaljer i en lagstiftning. För att åstadkomma tillräcklig flexibilitet och anpassning till skiftande framtida förhållanden bör det kunna anförtros börsstyrelsen att bestämma det närmare avgiftsuttaget. Börsstyrelsens breda sammansättning med företrädare för det allmänna, medlemmar, emittenter och enskilda aktiesparare gör att man med fog kan anta att avgiften kommer att få en rimlig avvägning. Även bankinspektionens kontroll i egenskap av tillsynsmyndighet kan vägas in i sammanhanget.

Vi föreslår därför att det nuvarande avgiftssystemet avskaffas och att börsstyrelsen själv får bestämma avgifternas storlek samt att avgifter förutom av börsmedlemmar och emittenter av inregistrerade fondpapper även får tas ut av andra som begagnar sig av fondbörsens tjänster.

Internationellt är det vanligt att börsmedlemmar får överlåta sin plats på börsen till någon som godtas av börsen. I Sverige har diskuterats att den börsmedlem som vill avsäga sig medlemskapet skulle kunna överlåta medlemskapet på någon annan och därvid äga rätt att av den nye medlemmen kräva betalning med en summa som motsvarar inträdesavgiften. Mot bakgrund av de förändringar som vi föreslår beträffande fondbörsens finansiering framstår det som naturligt att även frågan om överlåtelse av medlemskap är en intern fråga för börsstyrelsen att lösa och att någon lagreglering inte är erforderlig.

6.8 Anslutningskrav och anslutningsformer

6.8.1 Förutsättningar för anslutning till en börs

I detta avsnitt berörs förutsättningarna för att bli ansluten till en börs. Vad som sägs är av generell karaktär och berör såväl Stockholms fondbörs som andra börser.

6.8.1.1 Allmänna utgångspunkter

För att börshandel skall fungera väl bör till börsen anslutna aktörer ha den kompetens och de tekniska, personella och finansiella resurser samt det ansvarskännande som fordras för att börsverksamheten skall fungera på ett sunt sätt.

Målsättningen bör därför vara att skapa garantier för att dessa förutsättningar uppfylls. Kraven på börsanslutning bör därvid anges och de bör vara lika för samtliga marknadsplatser. För uppnåendet av denna målsättning krävs att vissa grundläggande förutsättningar för börsanslutning anges i lag. I fortsättningen diskuteras vilka krav som bör ställas på den som vill vara ansluten till en börs.

6.8.1.2 Auktoriserade aktörers rätt till börsanslutning

I 11 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs anges att till medlem av fondbörsen får antagas endast den som har fondkommissionstillstånd och i övrigt är lämplig som börsmedlem. Ansökan om medlemskap prövas av styrelsen för Stockholms fondbörs.

Förutom fondkommissionstillstånd krävs således att börsstyrelsen gör en ytterligare prövning av sökandens lämplighet. Fondbörsutredningen ifrågasatte om denna sistnämnda prövning var nödvändig, eftersom en lämplighetsprövning redan gjorts i samband med meddelandet av tillstånd att driva fondkommissionsrörelse. I prop. 1978/79:9 s. 165 framhöll departementschefen att börsstyrelsens lämplighetsprövning kan omfatta även annat än vad som varit föremål för prövning i tillståndsärendet hos bankinspektionen. Det ansågs därför att kravet på särskild lämplighetsprövning för anslutning på fondbörsen skulle behållas.

Lagens utgångspunkt är således att fondkommissionstillstånd skall utgöra en obligatorisk förutsättning för anslutning till fondbörsen men att det ankommer på fondbörsen att efter eget skön avgöra vilka inom fondkommissionärsgruppen som bör antas. Sker anslutningen automatiskt i samband med att fondkommissionstillstånd meddelas ankommer denna lämplighetsprövning på bankinspektionen. Frågan om obligatorisk anslutning diskuteras i avsnitt 6.8.2.

En av de absoluta förutsättningar som kan ställas upp för börsanslutning kan vara att sökanden skall ha fondkommissionstillstånd. Härigenom skapas garantier för att endast de som har tillräcklig kompetens m.m. får ansluta sig och det ger det allmänna en möjlighet att direkt påverka urvalet.

Vi föreslår i avsnitt 10.4 att flera verksamhetsområden på värdepappersmarknaden blir föremål för tillståndsplikt och att de som får tillstånd ställs under bankinspektionens tillsyn. I och med att ett sådant förfarande införs kan i och för sig ifrågasättas om inte även andra än dem som har erhållit fondkommissionstillstånd borde ha rätt att ansluta sig till en börs. Detta är dock inte självklart. Av de olika verksamhetsområden som av oss föreslås bli reglerade i en ny fondkommissionslag föreligger det förutom för fondkommissionärerna ett behov av börsanslutning endast för dem som driver verksamhet som marknadsgarant. För att få tillstånd att vara marknadsgarant krävs kompetens samt tekniska och personella resurser som i stort motsvarar vad som gäller för att få fondkommissionstillstånd.

Det är dock inte enbart nämnda resurser som är av avgörande betydelse för frågan om börsanslutning. Även ett krav på god soliditet är nödvändigt för att handeln vid börsen skall kunna ske utan störningar. I annat fall skulle det finnas risk för att affärerna inte kan genomföras på grund av att en part inte kan betala. Fondkommissionärer och marknadsgaranter har enligt vårt förslag samma krav på eget kapital och från den synpunkten bör det inte möta något hinder mot att tillåta marknadsgaranter att ansluta sig till en börs.

Vi föreslår mot bakgrund av vad som sagts att den som erhållit tillstånd att driva marknadsgarantrörelse skall ha samma rätt som fondkommissionärerna att ansluta sig till en börs.

6.8.1.3 Ej auktoriserade aktörers rätt till börsanslutning

I detta avsnitt övervägs om även en aktör som inte blivit auktoriserad som fondkommissionär eller marknadsgarant skall ha en möjlighet att få direkt access till en börs. Vad här diskuteras är om andra på värdepappersmarknaden verksamma aktörer, t.ex. industriföretag, försäkringsbolag, finansbolag m.fl. företag eller privatpersoner, skall kunna få direkt tillträde till börsen. Innebörden av en sådan anslutning skulle vara att sådana företag eller privatpersoner skulle få handla direkt på börsen utan mellanhänder för egen räkning.

Först bör undersökas vilka konsekvenser som en ordning, där andra än vissa av de särskilt auktoriserade aktörerna tillåts att vara börsanslutna, skulle innebära för fondkommissionärernas del och därefter om det allmänt sett är lämpligt med en sådan ordning.

Det kan förutses att de stora investerarna på värdepappersmarknaden skulle utnyttja möjligheten att få direkt access till börsen om denna möjlighet öppnades. Härigenom skulle deras värdepappershandel bli billigare genom att de inte skulle behöva betala courtage. Visserligen skulle en anslutning till Stockholms fondbörs kosta pengar men den kommer sannolikt att för de största investerarna bli lägre än summan av kostnaderna för courtage. Härigenom kommer fondkommissionärerna att gå miste om en stor och säker inkomstkälla. Flera fondkommissionärer skulle förmodligen tvingas att mer inrikta sig på annan verksamhet än kommissionshandel.

Sannolikt skulle kommissionshandeln bli koncentrerad till ett färre antal banker och fondkommissionsbolag än vad som är fallet i dag. Detta skulle leda till en sämre konkurrenssituation med risk för högre courtagesättning och sämre service, vilket skulle missgynna småkunderna. En sådan utveckling är inte önskvärd.

Den andra frågan har samband med vilken grundinställning som bör vara vägledande för börsverksamhet i stort. Som nämnts utgör en viktig förutsättning för allmänhetens förtroende för börssystemet att endast kompetenta och ansvarskännande aktörer har direkt tillträde till en börs. För att skapa garantier härför har endast fondkommissionärer kunnat bli börsmedlemmar vid Stockholms fondbörs. Det allmänna har därvid haft tillsyn över inte bara Stockholms fondbörs utan också de som direkt handlar på börsen. Därigenom har samhället haft kontroll över hela börshandeln. En nyordning av den modell som här diskuteras skulle bryta detta mönster och detta skulle kunna få negativa konsekvenser med avseende på allmänhetens förtroende för börsverksamhet.

En fördel med den här diskuterade nyordningen skulle vara att stora aktörer på värdepappersmarknaden skulle få möjlighet att handla direkt på börsen och därmed slippa courtageavgifter. Den fördelen väger inte särskilt tungt. När det gäller Stockholms fondbörs skulle en annan fördel vara att kostnaderna för börsanslutning skulle spridas på flera aktörer och därmed bli mindre än i dag.

Däremot är det inte säkert att likviditeten skulle öka. Visserligen skulle de nytillkomna aktörerna kunna satsa även intjänade courtageutgifter på värdepappersaffärer men fondkommissionärerna skulle i motsvarande mån minska sin egenhandel. Genomlysningen av marknaden skulle inte heller automatiskt förbättras.

Om även andra än vissa av de särskilt auktoriserade aktörerna ges direkt access till en börs bör, för att allmänhetens förtroende för börsverksamhet skall kunna vidmakthållas, även den här diskuterade handlarkategorins kompetens prövas. Släpps anslutningen helt fri kan det nämligen leda till att ej seriösa handlare får tillträde till börsen, vilket kan medföra att börshandeln ej sker på ett acceptabelt sätt.

Ett sätt att garantera kompetens hos dessa handlare är att det även för dessa föreskrivs ett auktorisationsförfarande genom bankinspektionen. Det skulle i sin tur innebära att inspektionen även skulle vara den myndighet som återkallade tillståndet och detta skulle dessutom leda till att även dessa aktörer skulle stå under inspektionens tillsyn. Behovet av ett sådant system framstår inte som särskilt uttalat. Allmänhetens intressen blir inte direkt berörda av en enskild investerares affärer för egen del. Det synes därför vara omotiverat att kräva auktorisation av bankinspektionen för att få direkt access till olika marknadsplatser. Det borde i stället ankomma på börsens styrelse att pröva lämpligheten hos en sökande.

Förutom krav på kunskap bör krav även ställas att börsanslutna aktörer har god finansiell styrka. Lagstiftningen beträffande fondkommissionärer och de förslag som vi lagt fram om marknadsgaranter borgar för att dessa

aktörer har en god finansiell bas. Så länge endast sådana aktörer är anslutna till en börs behöver det inte befaras att uppgjorda affärer inte kan fullföljas. Detta skapar en trygghet i handeln som gynnar den allmänhet som engagerar sig i handeln.

Blir det möjligt även för andra att delta direkt i börshandeln kan det uppstå osäkerhet om de har ekonomiska förutsättningar att fullfölja ingångna affärer och, i det fall affären inte kan fullföljas, om de kan ersätta motparten dennes eventuella förlust. Risken härför är störst om handeln sker i ett datamaskinellt system där motparten inte blir känd förrän avslut gjorts. Uppkommer det flera sådana affärer får det negativa följder för börshandeln. Dessa är främst att allmänhetens förtroende för börsverksamheten minskar och att information om avslut kan komma att innehålla uppgifter om affärer som inte genomförs. Sistnämnda förhållande skapar osäkerhet om prisbildens tillförlitlighet. Andra negativa följder kan vara att affärerna i större utsträckning görs upp utanför börsen. Vad som nu sagts talar för att det även bör ställas upp ett krav på god ekonomi på den som vill vara ansluten till en börs.

I de fall det finns en clearingfunktion i handeln som tar på sig motpartsrisken minskar risken för sådana misslyckade affärer eftersom säkerhet måste ställas. I den börshandel som sker i dag finns således risken främst i aktiehandeln. För att skapa trygghet i sådan börshandel som saknar en clearingfunktion av den modell som finns i derivathandeln borde i lag anges att en förutsättning för börsanslutning är att sökanden har tillräckliga ekonomiska resurser.

Styrelsen för en börs skulle alltså få besluta om börsanslutning under beaktande av att sökanden uppfyllde rimliga krav på kompetens och soliditet. För att den grundläggande förutsättningen fritt tillträde skulle kunna garanteras måste styrelsen behandla alla sökande lika. Vid en lämplighetsprövning finns det alltid utrymme för ett visst godtycke och någon exakt likabehandling kan knappast uppnås. Strävan bör vara att minska godtycket så mycket som möjligt. Den regel som gäller i dag om antagande av börsmedlemmar vid Stockholms fondbörs innebär att sökanden får antas om han har fondkommissionstillstånd och i övrigt är lämplig som börsmedlem. Även en sådan regel lämnar utrymme för visst godtycke. Genom att knyta sökandens behörighet till fondkommissionstillståndet eller marknadsgaranttillståndet är utrymmet för godtycke ändå mindre än om det i en lagregel endast anges att sökanden skall ha viss kompetens och solvens. Det kan därför ifrågasättas om kravet på fritt tillträde i tillräcklig grad kan upprätthållas vid tillämpning av en lagregel med sistnämnt innehåll.

Sammantaget måste nackdelarna med en ordning där andra än de angivna särskilt auktoriserade aktörerna får bli anslutna till börsen anses större än fördelarna. Vi avstyrker därför att sådan anslutning tillåts.

Frågan om utländska aktörers tillgång till svenska börser behandlas i avsnitt 14.4.3.

6.8.2 Obligatorisk börsanslutning

Med obligatorisk börsanslutning avses att en aktör blir ansluten till en börs som en följd av att aktören meddelas tillstånd att driva fondkommissions- eller marknadsgarantrörelse.

Vi har i denna fråga diskuterat dels ett obligatorium som innefattar automatisk anslutning till samtliga börser och dels att obligatoriet avser automatisk anslutning till minst *en* börs. Vi har därvid funnit att det i och för sig kan finnas fullt legitima skäl för en auktoriserad aktör att inte vara ansluten till någon börs. Så kan vara fallet för den som enbart riktar in sin verksamhet på penningmarknadsinstrument eftersom handeln med dessa instrument i dag sker på en marknad där en börs saknas.

Vi har inte heller funnit att övervakningen och kontrollen av de auktoriserade aktörerna skulle förbättras i sådan grad genom ett krav på obligatorisk anslutning att det motiverar införandet av en sådan regel.

Vi håller vidare för sannolikt att de auktoriserade aktörer som bedriver en omfattande handel med börsregistrerade fondpapper eller med optioner eller terminer har ett stort egenintresse i att vara anslutna till Stockholms fondbörs eller OM. Det behöver därför inte befaras att dessa inte söker börsanslutning. Därmed bör den övervägande delen av de värdepappersaffärer som det förekommer börshandel i komma att ske av dem som är börsanslutna. Enligt de regler som gäller i dag är fondkommissionär som inte är börsmedlem vid Stockholms fondbörs skyldig att göra efteranmälan om aktieaffärer. En motsvarande efteranmälningsskyldighet föreslår vi skall gälla även för övriga som erhållit tillstånd att driva rörelse enligt vårt förslag till ny fondkommissionslag. Obligatorisk börsanslutning synes därför inte behöva innebära en bättre genomlysning av marknaden.

Mot bakgrund av vad som sagts kan tillräckliga skäl för obligatorisk börsanslutning inte anses föreligga.

6.8.3 Anslutning till en clearingorganisation

Den som är ansluten till en clearingorganisation ansvarar gentemot clearingen för att kunderna uppfyller de krav på ställande av säkerhet och leveranskapacitet som clearingen ställer upp. Ansvaret kan vara mer eller mindre långtgående. Det kan innebära en fullständig garanti gentemot clearingen med avseende på samtliga affärer som clearas via den anslutne. Ansvaret kan också vara begränsat på så sätt att garantin endast avser att kunden initialt ställer föreskriven säkerhet. Uppkommer därefter ytterligare krav på säkerhet är i sådant fall endast kunden ansvarig härför. Även olika mellanformer kan tänkas.

Oavsett hur ansvaret är utformat framstår det som naturligt att det ställs någon form av krav på god soliditet på den som är ansluten till en clearingorganisation. Internationellt finns exempel på att sådana krav ställs upp. För att få bli ansluten till Options Clearing Corporation i USA krävs ett eget kapital på 150 000 USD. För den som är ansluten till LIFFE och som

äger rätt att avsluta både egna och andras affärer gentemot International Commodities Clearing House (ICCH) krävs ett eget kapital på minst en milj. GBP. För den som endast får avsluta sina egna affärer krävs ett eget kapital på 500 000 GBP. I Nederländerna ställs ett kapitalkrav på en milj. NLG för den som avslutar andras affärer gentemot clearingen. Det finns dock flera anslutningsformer där kravet på eget kapital är betydligt lägre.

I avsnitt 6.8 har förordats att endast fondkommissionärer och marknadsgaranter bör få vara anslutna till en börs. Om så blir fallet framstår det som naturligt att motsvarande princip får gälla även vad beträffar anslutningen till en clearingorganisation. Därmed uppstår det inga svårigheter eftersom lagstiftningen kring dessa skapar garantier för att de har en god ekonomi.

6.9 Förutsättningar för inregistrering

Som framgått av avsnitt 6.2.5 anser vi att börsverksamhet avseende aktier och aktierelaterade instrument i princip bör vara förbehållen Stockholms fondbörs och att det därför utifrån vårt ställningstagande inte kommer att finnas något behov av ytterligare en aktiebörs här i landet. Såvitt avser aktier och aktierelaterade instrument kommer därför inregistrering och skyldighet för börsbolag att informera marknaden om viktiga händelser även framledes att handläggas och övervakas av Stockholms fondbörs. Även om vårt förslag innebär att möjligheten att etablera ytterligare en aktiebörs i Sverige framstår som liten måste från lagteknisk synpunkt kraven på inregistrering gälla generellt och avse såväl aktier som andra fondpapper. Av framställningstekniska skäl behandlas dock frågan om sådana generella krav i samband med motsvarande krav beträffande inregistrering av fondpapper vid Stockholms fondbörs. Vi återkommer därför till frågorna i avsnitt 7.4.2.

6.10 Börstvång

Begreppet börstvång används här i betydelsen att all handel måste utföras på börsen. Ett börstvång skulle alltså innebära ett förbud mot att godta affärer gjorda utanför börsen. Frågan om börstvång har samband med s.k. efteranmälda affärer. Efteranmälda affärer avser handel som skett utanför marknadsplatsen och där avslutet rapporteras till börsen i efterhand. En typ av sådana affärer utgörs av s.k. inbördes affärer där en och samma fondkommissionär företräder både köpare och säljare.

Handel med fondpapper som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs kan ske också utanför fondbörsen. Där råder således inget börstvång. Börsmedlem är dock skyldig att till fondbörsen anmäla avslut om minst en börspost som han gjort i aktier eller konvertibla skuldebrev utanför fondbörsen före uppropets början påföljande börsdag. Informationen om de efteranmälda affärerna når därför marknaden först dagen efter det att avslut gjorts. Knappt hälften av aktiehandeln utgörs av efteranmälda affärer.

I SAX-systemet kommer en form av börstvång att införas. Den som är ansluten till systemet och vill göra affärer som volymmässigt understiger 100 börsposter är skyldig att lägga in ordern i det automatiska handelssystemet. Vidare gäller att avslut som avser affärer på mellan 100 och 500 börsposter får göras utanför systemet men priset får inte avvika från den vid var tid gällande spreaden. Avslut som rör affärer överstigande 500 börsposter får ske utanför systemet och till vilka priser som helst. För mindre bolag gäller lägre börspostnivåer än de här angivna. Rapportering av den handel som sker utanför SAX-systemet måste ske inom 5 minuter från det att avslut skett.

Handel utanför marknadsplatsen är också tillåten vid OM och var det vid SOFE. De avslut som görs utanför marknadsplatserna rapporteras till clearingorganisationen under dagen eller kvällen. Alla avslut registreras i det elektroniska informationssystemet och blir därmed kända för marknaden samma dag. Sådana efteranmälda affärer fick enligt de regler som gällde vid SOFE inte avvika från den vid varje tid förefintliga differensen mellan högsta och lägsta betalkurs. Samma regel gäller hos OM så länge marknadsplatsen är öppen men ej därefter.

Från teoretiska utgångspunkter skulle kunna hävdas att börstvång koncentrerar handeln till en plats och att detta skapar förutsättningar för att alla kunder ges möjlighet att handla till samma pris. Från samma utgångspunkter leder börstvång också till att prismekanismen på marknaden fungerar bättre. Därest all information om alla utbud och all efterfrågan sammanförs på ett ställe skapas förutsättningar för att avslutspriset är relaterat till de verkliga utbuds- och efterfrågefunktionerna.

Börstvång för emellertid även med sig vissa negativa konsekvenser. Den enskilde kundens möjligheter att göra affärer beskärs. Större aktörer har vidare möjlighet att under kvällstid följa t.ex. kursutvecklingen på New York-börsen och kan därmed ha intresse av att anpassa sina värdepappersaffärer till vad som händer där. Utvecklingen går över huvud taget mot en mer global handel där affärer kan göras i stort sett dygnet runt. I detta sammanhang kan framhållas att tillåtande av efterhandel skulle öka servicen för utländska kunder som befinner sig i en annan tidszon och inte kan ge sin order förrän de svenska börserna stängt.

Optionsutredningen har föreslagit att det införs ett börstvång vad avser optioner och terminer. Börstvånget är konstruerat på det sättet att clearingen inte får registrera avslut som gjorts utanför optionsbörsen.

En utväg för att skydda småkunderna utan att införa ett totalförbud för handel utanför börsen skulle vara att ge föreskrifter om att handel utanför de olika börserna får ske endast till priser som ligger inom den på marknadsplatsen noterade s.k. spreaden, dvs. skillnaden mellan köp- och säljpris. Sistnämnda lösning innebär å ena sidan en inskränkning i avtalsfriheten men den ger å andra sidan småkunderna en viss trygghet i handeln.

Även om det infördes ett sådant inskränkt börstvång skulle det bli svårt att upprätthålla det i praktiken. Det kommer alltid att finnas tillfällen när köpare och säljare vill avsluta en affär utanför börsen och i fråga om större

affärer kan det finnas godtagbara skäl till att priset avviker från det rådande marknadsläget. Övervägande skäl talar för att börstvång inte införs. Ansträngningarna bör i stället inriktas på att förbättra informationen om den handel som sker utanför de olika börserna. Detta kan ske genom föreskrifter om skyldighet att omedelbart eller inom viss kortare tid i börsernas informationssystem rapportera de avslut som skett utanför marknadsplatsen. Eftersom informationen på detta område i dag sprids via olika datasystem kan informationen snabbt nå ut till marknaden.

Vi föreslår att det i lag anges att börsmedlem eller annan som erhållit tillstånd att driva rörelse enligt vårt förslag till ny fondkommissionslag är skyldig att omedelbart till börsen inrapportera avslut i fondpapper och andra finansiella instrument som han gjort vid eller utanför börsen för egen eller annans räkning. Eftersom informationssystemet kan vara öppet dygnet runt med undantag för de avbrott som krävs för service och liknande bör inrapportering i princip ske inom samma tidsrymd oavsett om affärerna görs upp under dagen eller natten. Inrapportering skall ske i den ordning och omfattning som styrelsen för börsen bestämmer.

6.11 Börsstopp och återupptagande av handel

6.11.1 Börsstopp

Det kan i vissa situationer vara befogat att avbryta börshandeln med standardiserade optioner och terminer. Ett exempel härpå är att handeln i det underliggande värdepapperet stoppats. Motivet till att handeln med optioner och terminer då också bör avbrytas är främst att det uppstår osäkerhet om prissättningen på derivatmarknaden. Vidare skulle om så ej sker syftet med ett börsstopp vid fondbörsen, vilket är att all yrkesmässig handel med det börsstoppade papperet skall avstanna, motverkas. En annan situation då det finns skäl att avbryta handeln kan vara när av skilda orsaker det inte går att upprätthålla en rättvis och ordnad marknad. Detta kan inträffa när priserna på derivatmarknaden rör sig så snabbt att det uppstår panikartade beteenden bland kunderna.

Enligt 25 § lagen om Stockholms fondbörs får börsstyrelsen om särskilda skäl föreligger besluta att handel och notering vid fondbörsen skall avbrytas i fråga om fondpapper av visst slag. I motiven (prop. 1975/76:175 s. 21) till bestämmelsen angavs att syftet med regeln var att trygga att kursbildningen skedde under riktiga förutsättningar. Rent allmänt angavs, att börsstopp borde kunna tillgripas för att eliminera eller förebygga en väsentlig snedvridning av kursbildningen, som t.ex. har sin grund i att aktiemarknadens intressenter inte på lika villkor eller i tillräcklig omfattning har tillgång till de upplysningar om ett börsbolag, som behövs för en bedömning av bolagets ekonomiska situation.

Börsstoppets syfte, att all yrkesmässig handel såväl inom som utanför fondbörsen med ett börsstoppat fondpapper skall avstanna, tillgodoses även

av att ett förordnande om börsstopp av fondbörsen, enligt 24 § första stycket fondkommissionslagen, medför ett förbud för ett fondkommissionsbolag att vid eller utanför fondbörsen avtala eller medverka till avtal om köp eller försäljning av börsstoppat fondpapper. Bestämmelsen gäller även för bank med fondkommissionstillstånd.

Genom en ändring i lagen om värdepappersmarknaden som trädde i kraft den 1 juli 1986 jämställs aktieoptioner i nämnda lag med fondpapper. I motiven till den bestämmelsen (prop. 1985/86:151 s. 11) anförde föredragande statsrådet:

> Trots att en aktieoption inte är ett fondpapper bör det enligt min mening ligga nära till hands att tolka förbudet i 24 § fondkommissionslagen – - – så att det även gäller handel med aktieoptioner. En aktieoption kan nämligen sägas vara ett avtal om att i framtiden eventuellt köpa eller sälja de med optionen avsedda aktierna. Jag anser mig därför också kunna förutsätta att fondkommissionärer inte medverkar till handel med aktieoptioner när börsstopp råder för de underliggande aktierna.

Vad nu sagts talar för att handeln med optioner och terminer bör avbrytas så snart handeln på fondbörsen stoppats i det fondpapper som optionerna och terminerna avser. Frågan bör dock belysas utifrån ytterligare några utgångspunkter innan någon slutsats kan dras.

Premiens storlek vad gäller optioner och prisbildningen vad avser terminskontrakt är starkt knuten till priset på avistamarknaden för den underliggande tillgången. Om den underliggande tillgången utgörs av fondpapper som är föremål för börshandel vid Stockholms fondbörs och denna handel stoppas blir prissättningen på derivatmarknaden ytterst osäker. Skulle börshandeln på derivatmarknaden få fortgå under tid då börshandeln avista stoppats skulle en osund spekulation kunna uppstå i handeln med derivat. Detta gäller även om handeln med optioner och terminer sker utanför börserna.

Av de rapporter som tagits fram i USA i anledning av det stora kursfallet på aktier under oktober 1987 framgår, att enighet råder om att aktiemarknaden och den aktierelaterade derivatmarknaden bör ses som *en* marknad genom det naturliga samband som finns vad gäller priser och affärsstrategier. Även detta talar för att det sker en samordning av börsstoppen på avista- och derivatmarknaderna. Goda skäl talar således för att handeln med optioner och terminer som avser fondpapper skall stoppas så snart handeln på fondbörsen stoppats avseende detta fondpapper.

Det kan ifrågasättas om inte handeln i indexoptioner eller indexterminer skulle på motsvarande sätt stoppas så snart börsstopp råder för en aktie som ingår i indexet. Så har hittills inte skett. I stället har man låtit senast kända betalkurs för den börsstoppade aktien ingå vid beräkningen av indexvärdet. Det finns således skäl som talar för att börsstopp inte skall ske i ett sådant fall. Även om marknadsvärdet för den börsstoppade aktien är osäkert kan detta förhållande knappast leda till någon osund spekulation. Detta sagt med utgångspunkt i det förhållandet att de indexserier som för närvarande

är föremål för handel är baserade på de 30 mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. När börsstoppet för aktien sedan hävs kan den nya aktiekursen för den aktien inte ensam påverka indexet i den utsträckningen att det finns skäl att införa en lagregel om obligatoriskt börsstopp i nu beskrivet fall. Däremot skulle det kunna uppstå situationer då detta ändå är motiverat. Ett sådant fall skulle vara att fråga är om ett smalt index, dvs. baserat på ett fåtal aktier, där en i indexet dominerande aktie börsstoppades. I ett sådant fall skulle det möjligen kunna vara motiverat att stoppa handeln med indexinstrumenten. Som framgår av avsnitt 8.4.8 föreslår vi en regel som förhindrar att det förekommer handel med sådana lätt påverkbara index. Regeln innebär att handel med fondpappersindex endast får förekomma om det baseras på fondpapper eller andra finansiella instrument med en tillfredsställande omsättning och kurssättning.

Även med den indexserie som för närvarande är föremål för handel vid OM kan det i vissa situationer vara motiverat att handeln med indexoptioner och indexterminer stoppas, om flera av de aktier som indexserierna är baserade på är börsstoppade. Det är svårt att säga var en sådan gräns går. Utgångspunkten bör vara att om indexvärdet kan påverkas kraftigt från det att börsstoppet inträder till dess att det hävs så bör handeln med indexderivat också avbrytas under tid då börsstoppet pågår. En kraftig inverkan på indexvärdet kan bli följden om en betydande del av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på har stoppats. I USA har man infört en bestämmelse som säger att handeln med indexoptioner skall avbrytas när handeln i underliggande aktier, vars viktade värde representerar mer än tjugo procent av det totala kapitalvärde som indexserien är baserad på, har stoppats. Som jämförelse kan nämnas att t.ex. Electrolux i indexet OMX representerar ca åtta procent av det totala kapitalvärde som OMX baseras på.

På i huvudsak de skäl som angivits ovan föreslog optionsutredningen (SOU 1988:13) en tvingande bestämmelse som gick ut på att börshandel med optioner och terminer som avser fondpapper skall stoppas så snart handeln på fondbörsen stoppats avseende detta fondpapper. Vidare föreslogs en generell bestämmelse som angav att ledningen för en optionsbörs ägde rätt att stoppa handeln beträffande optioner och terminer om särskilda skäl förelåg. Vad gäller sistnämnda bestämmelse angav utredningen att det fick ankomma på optionsbörsens ledning att successivt utbilda praxis på området.

Av de remissinstanser som särskilt yttrat sig över optionsutredningens förslag till tvingande börsstoppsregler har Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Föreningsbankers Förbund, Sveriges Aktiespararas Riksförbund, Stockholms Handelskammare, Sveriges Industriförbund, OM och SOFE i princip godtagit förslaget. Samtliga dessa instanser har dock framhållit att regeln endast kan upprätthållas om börsstoppet endast pågår under 1–2 dagar. Pågår börsstoppet i det underliggande värdepapperet under en längre tid måste det tillskapas en möjlighet att påbörja derivathandeln även om börsstoppet för det underliggande

värdepapperet består. De skäl för denna inställning som remissinstanserna anfört är sammanfattningsvis att svårigheter att beräkna säkerhetsbehovet uppstår, att uppskattningen av optionens tidsvärde försvåras samt att optioner och terminer har en i förhållande till avistainstrumenten avvikande konstruktion, t.ex. genom att en äganderättsövergång avseende aktier kan registreras hos VPC även om börsstopp råder. Riksskatteverket har framhållit att utfärdare av säljoptioner under börsstoppet och vid samtidigt kursfall kan förorsakas mycket stora förluster eftersom förslaget leder till att utfärdaren inte kan gå ur sin position och därmed inte kan begränsa förlusten.

I Finland finns en bestämmelse liknande den i optionsutredningens förslag intagen. Enligt denna skall fastställande av kurser på optioner och terminer samt handeln med dem avbrytas då fastställande av det offentliga marknadspriset för den underliggande egendomen har avbrutits. Fastställandet av kurserna på indexoptioner och indexterminer och handeln med dem skall avbrytas när uträknandet av ifrågavarande index har avbrutits. Dessutom anges att optionsföretagets styrelse får om särskilda skäl föreligger avbryta fastställandet av kursen på en option och en termin och handeln med dem.

Motiven till bestämmelsen anges i propositionen vara följande.

> Värdet av optioner och terminer baserar sig i hög grad på marknadspriset för den underliggande egendomen. En option eller en termin kan således inte värderas annat än på godtyckliga grunder när fastställandet av marknadspriset för den underliggande egendomen har avbrutits. I en situation där den underliggande egendomen inte har ett offentligt marknadspris baserar sig inte de anbud som utgör en förutsättning för optionernas och terminernas kurser på någon objektiv grund. Handeln saknar då en tillförlitlig grund. Man kan bli tvungen att tillämpa stadgandet närmast då verksamheten vid fondbörsen eller noteringen av en viss aktie har avbrutits. I optionsföretagets reglemente skall ingå bestämmelser om det förfarande som skall iakttas vid stängning av kontopositionerna när man har varit tvungen att avbryta fastställandet av kursen på ifrågavarande avtal. För att syftet med avbrottet skall förverkligas skall företagets marknadssystem ordnas så, att inte de köp- och säljanbud som eventuellt inmatats i datasystemet under avbrottet i handeln förblir i kraft då handeln börjar och sålunda kommer åt att påverka noteringarna.
>
> Enligt 2 mom. får optionsföretagets styrelse av särskilda skäl avbryta fastställandet av kursen på en option och termin och handeln med dem. Ett sådant särskilt skäl som avses i stadgandet kan vara t.ex. att handeln med den underliggande egendomen eller själva avtalet har störts på grund av ett aggressivt offentligt köpanbud eller till följd av ett pågående försök att överta ett företag eller av något annat sådant skäl. Eftersom ett avbrott i handeln i allmänhet är ofördelaktigt för placerarna får det inte pågå i onödan. Beslut att avbryta eller återuppta handeln eller fastställandet av kursen skall offentliggöras omedelbart.

Vi ansluter oss till optionsutredningens förslag såvitt avser styrelsens möjlighet att besluta om börsstopp ifall särskilda skäl föreligger.

Situationer torde dock kunna uppkomma, särskilt om flera börser skulle konkurrera med varandra, som gör att det finns skäl att överväga om inte även bankinspektionen skulle ges möjlighet att meddela börsstopp. Vad som avses är inte sådana utomordentliga förhållanden såsom krig, krigsfara och liknande som enligt 26 § lagen om Stockholms fondbörs ger regeringen och i brådskande fall börsstyrelsen efter samråd med bankinspektionen möjlighet att besluta om börsstängning, utan situationer som av olika skäl kan fordra ingripanden av ett organ som har en samlad överblick över marknaden och där det meddelade börsstoppet kan avse ett eller flera fondpapper eller andra finansiella instrument. Ett sådant börsstopp kan t.ex. bli aktuellt på en eller flera optionsmarknader, om kursinformationen avseende flera aktier i ett aktieindex som är föremål för optionshandel saknas eller när priserna på aktierna på aktiemarknaden rör sig så snabbt att det inte går att upprätthålla en rättvis och ordnad handel. Det normala vid dylika förhållanden är att optionsmarknadens ledning beslutar att handel och notering vid optionsbörsen skall avbrytas avseende aktuell option.

Om flera börser är verksamma på marknaden kan en underlåtenhet att avbryta handeln i en aktie eller en option komma att utgöra ett konkurrensmedel. Bl.a. med tanke på sådana situationer synes det föreligga ett behov av att ge bankinspektionen möjlighet att meddela börsstopp. Vi föreslår därför att bankinspektionen ges rätt att meddela börsstopp, om en börs underlåter att stoppa handeln trots att skäl härtill föreligger. Vi förutsätter dock att denna möjlighet skall komma till användning endast i absoluta undantagsfall och att det som hitintills skall vara börserna och aktörerna själva som skall verka för att en ordnad och sund kursbildning råder i handeln. Som huvudregel skall således börsstopp aktualiseras av aktörerna eller av en börs och beslutet fattas av börsen.

Vi ansluter oss också till optionsutredningens förslag att börshandel med optioner och terminer skall avbrytas, om handeln i det underliggande fondpapperet eller finansiella instrumentet börsstoppas.

6.11.2 Återupptagande av handel efter börsstopp

I de fall då handeln med optioner eller terminer avseende ett enskilt fondpapper avbrutits på grund av att den börs där det underliggande fondpapperet handlats beslutat om börsstopp uppstår frågan när handeln på derivatmarknaden skall få återupptas. En möjlighet, som ligger i linje med vad som ovan sagts om skälen till att stoppa handeln, är att föreskriva att derivathandeln får påbörjas först sedan handeln med det underliggande fondpapperet återupptagits.

Vad som tidigare sagts om syftet med ett börsstopp och vad föredragande statsrådet uttalade i samband med att aktieoptioner jämställdes med fondpapper (prop. 1985/86:151, s. 11) talar med betydande styrka för att handeln med optioner och terminer inte bör få påbörjas förrän handeln med det underliggande fondpapperet återupptagits av fondbörsen.

En omständighet som gör en sådan regel godtagbar för de flesta situatio-

ner är att ett börsstopp i normalfallet varar endast en kortare tid. Enligt 25 § lagen om Stockholms fondbörs får beslut om börsstopp inte gälla längre än som oundgängligen behövs. I motiven till bestämmelsen angavs att ett börsstopp bara undantagsvis borde löpa under längre tid än ett par dagar (SOU 1973:60, s. 136). Departementschefen uttryckte i prop. 1975/76:175 s. 19 att börsstopp borde fortgå högst en eller två dagar. Tanken är således att börsstopp skall vara kortvariga. Någon absolut gräns för hur länge ett börsstopp får pågå finns dock inte. Exempel finns på börsstopp som rått under cirka en månad (Fermenta).

Det återstår att något utveckla vad en regel av här antytt innehåll kan få för följder på derivatmarknaden.

Under ett börsstopp på den underliggande aktien kan det inträffa att slutdagen för en aktieoption eller aktietermin passeras. Enligt de villkor som gäller vid OM och tidigare vid SOFE skall i ett sådant fall vad gäller aktieoptioner slutdagen förskjutas till andra börsdagen efter börsstoppets hävande.

De kunder som gör affärer på derivatmarknaden har ett berättigat intresse av att veta att options- eller terminsavtalet upphör vid den tid som anges i avtalet. I en situation där börsstopp på fondbörsen råder för den underliggande aktien skulle det därför, när den i avtalet angivna slutdagen för optionen eller terminen närmar sig, finnas skäl att återuppta handeln med dessa så att positionerna kan avslutas.

Om det finns tecken som tyder på att marknadsvärdet på den börsstoppade aktien kommer att påverkas kraftigt under den tid börsstoppet råder finns också ett berättigat intresse för de options- eller terminskunder, som misstänker att kursutvecklingen går dem emot, att kunna kvitta sig ur sina positioner.

Ett annat skäl som talar för att handeln i vissa situationer bör få återupptas även om börsstopp råder för det underliggande fondpapperet har samband med säkerhetsberäkningen. Då börsstopp råder för den underliggande aktien, saknas information om aktiens marknadsvärde. Svårighet uppstår då att beräkna säkerhetsbehovet. Den reala förlusten för en aktieoption eller aktietermin framgår av differensen mellan priset enligt options- eller terminsavtalet och marknadspriset på den underliggande aktien. Eftersom marknadspriset inte är känt kan den reala förlusten inte beräknas. Om handeln med optioner och terminer fick återupptas under tid då börsstopp råder skulle marknaden kunna, i options- och terminshandeln, uttrycka sin uppfattning om aktiens marknadsvärde och därmed skulle säkerheterna kunna beräknas på ett mer tillfredsställande sätt.

Som tidigare nämnts varar ett börsstopp normalt endast under en eller ett par dagar. Under en sådan period kommer de negativa följder som ovan antytts av att options- och terminshandeln inte får påbörjas förrän handeln med det underliggande värdepapperet återupptagits knappast att leda till mer än marginellt negativa följder för derivathandeln. Dessa negativa följder kan elimineras genom att optionsbörserna inför regler om hur säkerheterna skall beräknas då handeln är stoppad och, såsom OM gör och

SOFE gjort, reglerar vad som händer om slutdagen passeras under det att handeln är stoppad.

Av vad tidigare sagts framgår att syftet med ett börsstopp vid fondbörsen skulle motverkas, om handeln med optioner och terminer avseende det börsstoppade fondpapperet fick återupptas under tid då börsstoppet vid fondbörsen är i kraft. På grund härav och då de negativa återverkningar som en bestämmelse av här diskuterat innehåll skulle föra med sig i derivathandeln kan minskas på ovan antytt sätt, talar övervägande skäl för att huvudregeln bör vara att derivathandeln inte får återupptas förrän handeln i det underliggande fondpapperet återupptagits.

Optionsutredningen föreslog med i stort den motivering som lämnats ovan, att handeln med optioner och terminer som avbrutits på grund av att fondbörsen börsstoppat handeln i det underliggande fondpapperet inte fick påbörjas förrän handeln med fondpapperet återupptagits.

Optionsutredningens förslag har som nämnts under remissomgången fått kritik. Främst framhålls att om börsstoppet pågår mer än en till två dagar det måste öppnas en möjlighet att avsluta kontrakten. Konsekvensen kan annars bli onödiga förluster och osäker säkerhetsberäkning. Ett par remissinstanser har särskilt pekat på det förhållandet att det på aktiemarknaden går att få avslut registrerade i VPC även under tid då börsstopp råder och att det därför borde öppnas en motsvarande möjlighet på derivatmarknaden. Ett par remissinstanser har påpekat att en sådan möjlighet skulle vara att låta clearingorganisationerna vara öppna även under tid då börsstopp råder och att därmed avslutsregistrering skulle få ske.

Innehavaren av en option kan avveckla sin optionsaffär genom kvittning, lösen, stängning eller förfall. Utfärdaren kan för sin del kvitta sig ur sin position eller invänta förfall.

Kvittning är den vanligaste metoden. För *innehavarens* del innebär kvittning att han återförsäljer optionen till den kurs som för tillfället råder på marknaden. För *utfärdaren* innebär kvittning att han återköper optionen till den kurs som för tillfället råder på marknaden.

Lösen innebär att *innehavaren* utnyttjar sin rätt enligt optionsavtalet och förvärvar eller säljer den underliggande egendomen till lösenpriset. För *optionsutfärdaren* innebär lösen att han blir skyldig att leverera eller köpa den underliggande egendomen till lösenpriset.

Stängning är en kontantavräkning som sker på slutdagen och som innebär att *optionsinnehavaren* tillgodogör sig optionens realvärde utan att leverans av den underliggande egendomen sker.

Förfall innebär att optionen inte utnyttjas. *Optionsinnehavaren* har därmed förlorat den premie han betalt för optionen. *Optionsutfärdaren* behåller den premie han fått.

Terminskontrakten kan uppdelas i två typer av kontrakt, nämligen forwards och futures. Ett forwardkontrakt kan vara både standardiserat och individuellt utformat medan ett futurekontrakt alltid är standardiserat. Ett futurekontrakt omsätts alltid på därför särskilt avsedda börser medan handeln med forwards även kan vara organiserad på annat sätt. Den viktigaste

skillnaden mellan forward- och futurekontrakt är att det beträffande sistnämnda kontraktstyp sker en daglig avräkning av vinster och förluster. Detta innebär att det efter varje affärsdags slut görs en beräkning av uppkomna vinster eller förluster utifrån hur kursen på futurekontraktet förändrats från en dag till nästa. Därmed kan vinster disponeras omedelbart och förluster realiseras löpande.

De standardiserade terminskontrakt som förekommer på OM och tidigare förekommit på SOFE tillhör gruppen forwards.

Ett forwardkontrakt kan endast slutregleras på slutdagen. Slutregleringen kan ske genom lösen eller stängning (kontantavräkning). Den som sålt eller köpt ett forwardkontrakt kan inte avveckla sin position under kontraktets löptid genom kvittning. Samma resultat som vid kvittning kan emellertid uppnås genom s.k. *netting*. Netting innebär att den som tidigare köpt ett forwardkontrakt säljer ett forwardkontrakt i samma serie som det köpta till rådande marknadspris eller att den som tidigare sålt ett forwardkontrakt köper ett kontrakt i samma serie till rådande marknadspris. På detta sätt kan man genom netting försäkra sig om en vid en viss tidpunkt uppkommen vinst eller begränsa en förlust.

Ett futurekontrakt kan avvecklas på slutdagen genom lösen eller stängning och under löptiden genom kvittning.

Som framgått av denna redovisning måste man för att kunna göra avvecklingsdispositioner bortsett från lösen känna till antingen den rådande kursen på optionen eller terminen eller marknadsvärdet för det underliggande värdepapperet. Om börsstopp råder finns inga officiella kurser att tillgå. Innebörden härav är att det förhållandet att clearingorganisationerna tillåts vara öppna under tid då börsstopp råder inte leder till att aktörerna har möjlighet att avsluta sina positioner. Det bör i stället diskuteras om det bör öppnas en möjlighet att återuppta börshandeln med optioner och terminer trots att börsstopp råder på det underliggande värdepapperet. En sådan dispens skulle kunna ges i det fall börsstoppet varar mer än ett par dagar och optionernas eller terminernas löptid går ut under den tiden. Vidare skulle börsstoppet kunna hävas i det fall lång löptid återstår men börsstoppet beräknas bli ej helt kortvarigt. Dispens skulle beroende på de olika situationer som kan uppstå kunna inskränkas till att avse viss options- eller terminsserie medan börsstoppet bestod vad gäller andra. Syftet med att häva börsstoppet på derivatmarknaden "i förtid" bör endast vara att bereda parterna möjlighet att avsluta sina positioner. Motivet för att införa en sådan dispensmöjlighet skulle vara främst att förhindra att onödiga förluster uppstod och att underlätta säkerhetsberäkningen.

Det kan å andra sidan hävdas att förluster även kan göras på aktiemarknaden under tid då börsstopp råder. Som nämnts är fondkommissionärerna förbjudna att medverka vid avtal om köp eller försäljning av börsstoppad aktie. I vart fall för den aktiesparande allmänheten torde möjligheterna att sälja aktierna privat under tid då börsstopp råder vara begränsade. Frågan är därför vad det är för särskilda förlustrisker med optioner och terminer. Skillnaden ligger i options- och terminsavtalets korta livslängd vilket leder

till att förluster måste realiseras senast på slutdagen. Den som innehar aktier kan behålla aktien och en eventuell förlust uppkommer först då aktien säljs. Tidpunkten för försäljningen bestämmer aktieägaren själv.

Mot bakgrund av vad som sagts talar övervägande skäl för att det införs en möjlighet att i undantagsfall häva ett börsstopp på derivatmarknaden trots att börsstoppet består för det underliggande fondpapperet.

Initiativet till att börsstoppet hävs på derivatmarknaden bör tas av styrelsen för en derivatbörs. Det bör dock inte få ankomma på en derivatbörs att utan bankinspektionens godkännande fatta beslut i frågan. Risken skulle i annat fall vara alltför stor att börsstoppet hävdes trots att det inte fanns tillräckliga skäl för det. Finns det dessutom flera än en börs som administrerar handel i optioner eller terminer med samma underliggande värdepapper finns det risk för att en börs häver stoppet tidigare än de andra. Det är viktigt att så inte sker. Bankinspektionen bör därför ges ett avgörande inflytande i fråga om när börsstoppet skall hävas.

6.12 Börsstängning

I 26 § lagen om Stockholms fondbörs föreskrivs att regeringen under utomordentliga förhållanden får besluta om avbrytande av all handel och notering vid fondbörsen. Är fara i dröjsmål får sådant beslut meddelas av börsstyrelsen efter samråd med bankinspektionen. Börsstyrelsens beslut får avse högst en vecka.

Till skillnad mot vad som sagts om börsstopp avses här således ett totalt stopp av all handel. Detta kan enligt förarbetena till lagen bli aktuellt vid krig, krigsfara och andra för landet hotande lägen.

En motsvarande bestämmelse bör införas att gälla även för andra börser och clearingorganisationer. När det gäller börsstängning kan man utgå från att den till skillnad från börsstopp kommer att bestå under en längre tid. Detta innebär att kortfristiga finansiella instrument såsom optioner och terminer inte kan avvecklas. Regeringen bör därför beakta detta förhållande då beslut om börsstängning meddelas. Så kan göras genom att derivathandeln ges en kortare tidsfrist innan beslutet träder i kraft.

Börsstängning är en så ingripande åtgärd att det enligt huvudregeln är regeringen som skall fatta beslutet. I ett mycket brådskande läge kan dock enligt gällande bestämmelser styrelsen för börsen meddela sådant beslut, dock först efter samråd med bankinspektionen. Även ett kortvarigt uppehåll i börsverksamheten kan innebära allvarlig skada för placerarna. Vi anser därför att styrelsen för börsen inte ensam bör få avgöra en så viktig fråga. För att ett interimistiskt beslut om börsstängning skall få träda i kraft bör bankinspektionen och styrelsen för börsen vara ense. Vi föreslår därför den ändringen i gällande bestämmelse att styrelsen för en börs får om fara är i dröjsmål meddela beslut om börsstängning endast om detta skett efter medgivande av bankinspektionen.

I 24 § andra stycket fondkommissionslagen anges att fondkommissions-

bolag inte får avtala eller medverka till avtal om köp och försäljning av fondpapper under tid då börsstängning råder om inte regeringen föreskriver annat.

För att ett beslut om börsstängning skall få till effekt att all handel med börspapper avbryts bör bestämmelsen utvidgas till att utom fondpapper även gälla andra finansiella instrument samt utom fondkommissionärer gälla även bolag som erhållit verksamhetstillstånd enligt vårt förslag till ny fondkommissionslag. I fondkommissionslagen finns en bestämmelse om att regeringen kan meddela undantag från förbudet. Sådant undantag kan behövas för att bereda de auktoriserade aktörerna tillfälle att stänga eller medverka till att stänga options- eller terminskontrakt.

6.13 Tystnadsplikt

För att de kunder som handlar med de värdepapper och andra finansiella instrument som saluförs vid en börs skall kunna känna förtroende för dem som i sin tjänst eller genom erhållet uppdrag får insyn i deras affärsförhållanden eller personliga förhållanden är det av vikt för kunderna att veta att sådana kunskaper inte sprids vidare. Det behövs därför en bestämmelse om tystnadsplikt för befattningshavare vid och uppdragstagare hos en börs eller en clearingorganisation, som på grund av sin ställning kan få kännedom om förhållanden som nyss nämnts.

Optionsutredningen föreslog att en sådan lagregel skulle införas. Förslaget lämnades i de fall det berördes utan erinran av remissinstanserna.

I 36 § lagen om Stockholms fondbörs stadgas, att den som är eller har varit ledamot av börsstyrelsen, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid fondbörsen ej får obehörigen yppa eller nyttja vad han under uppdraget eller i tjänsten har fått veta om annans affärsförhållanden eller personliga förhållanden. Den som bryter mot bestämmelsen kan dömas för brott mot tystnadsplikt enligt 20 kap. 3 § brottsbalken.

I motiven till bestämmelsen om tystnadsplikt för vissa personer knutna till Stockholms fondbörs (prop. 1975/76:175, s. 25 f.) angavs, att en förutsättning för att ansvar skulle kunna utkrävas var att yppandet eller nyttjandet av vad som meddelats skett obehörigen. Som exempel härpå nämndes, att den som omfattas av tystnadsplikten i sina privata aktieaffärer utnyttjar en uppgift om ett börsbolag som han erhållit i förtroende inom fondbörsen. I motiven framhölls vidare, att tystnadsplikten kan brytas av vittnesplikt eller annat tvingande skäl samt att obehörigt yppande eller nyttjande inte torde föreligga om den som berörs av åtgärden lämnat medgivande till den eller uppenbarligen inte kan lida någon skada därigenom. I motiven påpekades, att revisorer som utsågs för att granska fondbörsens räkenskaper och förvaltning räknas som befattningshavare och de omfattas sålunda av bestämmelsen.

Enligt 20 kap. 3 § första stycket brottsbalken skall den som yppar vad han till följd av lag eller annan författning är pliktig att hemlighålla eller som

olovligen utnyttjar sådan hemlighet dömas till böter eller fängelse i högst ett år. Stadgandet förutsätter uppsåt. Av andra stycket i nämnda stadgande framgår att även gärning som begås av oaktsamhet är straffsanktionerad och att påföljden då är böter. I ringa fall döms ej till ansvar.

Den verksamhet som bedrivs av en annan börs är likartad den verksamhet som bedrivs vid Stockholms fondbörs. Det framstår därför som naturligt att en bestämmelse om tystnadsplikt, motsvarande den som gäller för fondbörsen, även införs vad gäller andra börser. Även befattningshavare vid och uppdragstagare hos en clearingorganisation kan få kännedom om kundernas affärsförhållanden och personliga förhållanden. En regel om tystnadsplikt bör därför även omfatta denna grupp. Vi ansluter oss därför till optionsutredningens förslag om tystnadsplikt för den som är eller har varit styrelseledamot, styrelsesuppleant eller befattningshavare vid en börs eller en clearingorganisation.

6.14 Förbud mot handel i vissa fall

Optionsutredningen föreslog införandet av ett förbud för befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation att för egen eller annans räkning göra affärer med standardiserade optioner eller terminer. Förbudet föreslogs gälla även för make/maka, sambo, minderårigt barn som står under befattningshavarens vårdnad samt närstående juridisk person.

Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Sveriges Föreningsbankers Förbund har i sitt gemensamma remissvar ansett det inte vara rimligt att förbudet omfattar standardiserade optioner och terminer som är föremål för handel på andra marknader än vid den egna arbetsplatsen.

Enligt anställningsavtal är personalen vid OM förbjuden att göra egna affärer i optioner och terminer, som saluförs på den egna arbetsplatsen. Bestämmelsen innefattade medan SOFE bedrev verksamhet också hinder för personal vid OM att göra egna affärer på SOFE. Förbudet gäller också för make/maka eller sambo och för den anställdes omyndiga barn samt för juridisk person över vars verksamhet den anställde har ett väsentligt inflytande. Motsvarande bestämmelser gällde för SOFE:s anställda.

För anställda vid Stockholms fondbörs finns i lag inget förbud mot att göra värdepappersaffärer. En befattningshavare vid fondbörsen är dock enligt anställningsavtalet skyldig att i samband med anställningen anmäla sitt innehav av aktier på A:I-, A:II-, OTC- och O-listan samt konvertibla skuldebrev. Därefter är han också skyldig att anmäla varje förändring i innehavet. Han är vidare skyldig att uppge de krediter som helt eller till viss del säkerställs med värdepapper om krediten tagits hos bank eller annan börsmedlem. Anmälningsskyldigheten gäller även för innehav av make/maka, sambo, omyndigt barn som står under den anställdes vårdnad samt för juridisk person över vars verksamhet den anställde eller närstående har ett väsentligt inflytande.

Det är uppenbarligen av stor betydelse att de som är anställda vid en börs eller en clearingorganisation omfattas av allmänhetens förtroende. Dessa personer har eller kan lätt skaffa sig speciella kunskaper om handeln och utnyttja dessa för egen vinning. Ett sådant utnyttjande skulle onekligen uppfattas som stötande. Det bör därför i lag införas bestämmelser som reglerar befattningshavares möjligheter att göra affärer med fondpapper och andra finansiella instrument. Den situation som hos allmänheten skulle uppfattas som särskilt allvarlig är kortsiktiga vinstgivande affärer med instrument som omsätts på den egna arbetsplatsen. Den typ av standardiserade optioner och terminer som förekommer vid OM, tidigare även SOFE, är kortfristiga instrument eftersom löptiden inte överstiger sex månader. I frågan, om vilka affärer som kan bedömas som kortsiktiga resp. långsiktiga, kan ledning sökas i bestämmelserna i 39 § fondkommissionslagen. Där sägs att vissa befattningshavare hos fondkommissionär inte får för egen räkning förvärva fondpapper annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Med långsiktig förmögenhetsförvaltning anses i praxis en innehavstid av minst två år.

Till en början bör diskuteras om befattningshavare vid en börs för optioner och terminer eller en clearingorganisation bör förbjudas att göra options- eller terminsaffärer vid en annan optionsbörs. I de fall då samma option eller termin saluförs på flera optionsbörser kan de speciella kunskaper befattningshavaren har tillgång till på den egna arbetsplatsen utnyttjas för egen vinning genom att göra affärer på den andra optionsbörsen.

När SOFE bedrev verksamhet förekom handel på OM och SOFE med aktieoptioner avseende samma aktier. De indexinstrument som saluförde på dessa börser var likartade. Liknande konkurrenssituationer kan uppkomma i framtiden. Ett förbud mot handel med optioner och terminer bör därför gälla oberoende av vid vilken optionsbörs affärerna genomförs, under förutsättning att samma eller, när det gäller indexinstrument, liknande optioner eller terminer förekommer på den egna arbetsplatsen.

Innebörden av detta skulle, mot bakgrund av de förhållanden som tidigare gällde, ha blivit att personal hos SOFE fick hos OM handla med ränteinstrumentet och sådana aktieoptioner som inte saluförde på SOFE och att personalen vid OM kunde hos SOFE handla med de aktieoptioner som inte förekom hos OM. En lagregel med denna innebörd skulle bli relativt komplicerad. När det gäller indexinstrument skulle regeln i framtiden också kunna bli svår att tillämpa. Exempelvis skulle gränsen mellan vad som kan anses vara ett liknande index kunna bli svår att dra.

Befattningshavare vid Stockholms fondbörs kan genom sin kännedom om handeln med de aktier på vilka options- och terminshandel förekommer utnyttja denna speciella kännedom i derivathandeln för egen vinning. Stockholms fondbörs är även indexgivare för det index, SX 16, med vilket det tidigare förekom handel på SOFE. Även i indexoptions- och indexterminshandeln kan befattningshavare vid Stockholms fondbörs komma att ha speciella kunskaper som de kan utnyttja för egen vinning.

OM har och SOFE hade vidare i sina anställningsvillkor infört ett förbud

för personalen att förvärva sådana fondpapper som är föremål för options- och terminshandel annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning. Förbudet gäller också för make/maka och sambo, omyndigt barn till den anställde och juridisk person över vars verksamhet den anställde har ett väsentligt inflytande.

Normalt bestäms priset på aktieoptionerna bl.a. med utgångspunkt från börsvärdet på de underliggande aktierna, dvs. prisbilden på optionsmarknaden styrs av aktiemarknaden. I detta normalfall kan en befattningshavare på en optionsbörs eller en clearingorganisation inte anses ha några speciella kunskaper vad gäller handeln med aktier som skulle motivera att befattningshavaren förbjöds att förvärva aktier.

Frågan är om det kan uppstå situationer där det är optionsmarknaden som bestämmer aktiepriset. Detta skulle kunna ske om investerarna föredrar optionsmarknaden framför aktiemarknaden exempelvis beroende på att den har högre likviditet, mindre initiala investeringskrav osv.

Om investerarna föredrar optionsmarknaden och där uttrycker sin uppfattning om ett företags aktier, kan detta påverka premien för optionerna på det sättet att de inte återspeglar den normala relationen mellan lösenpris och marknadsvärdet av de underliggande aktierna. När en sådan diskrepans uppkommer leder det till arbitrage varvid jämvikten återställs. På detta sätt skulle optionsmarknaden kunna påverka aktiekurserna.

En befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation som upptäcker att en sådan avvikelse uppstår mellan premien på optionen och aktiekursen skulle på grund av sin kännedom kunna utnyttja detta för egen vinning genom att agera på den underliggande marknaden.

För att optionsmarknaden skall kunna styra prissättningen på den underliggande marknaden måste omfattningen av optionsaffärerna vara betydande. Endast härigenom kan det efterföljande arbitraget ge en kurshöjande effekt på det underliggande fondpapperet. Med de optioner som finns i dag på den svenska marknaden torde risken för att en sådan situation uppkommer endast finnas i aktieoptionshandeln. När det gäller ränte- och indexoptionssidan är däremot möjligheten försumbar. Resonemanget kan också appliceras på motvarande terminshandel.

Ett förbud för befattningshavare vid börser och clearingorganisationer att handla med fondpapper och andra finansiella instrument kan i grunden motiveras med att allmänheten skall ha förtroende för de befattningshavare som administrerar handeln. Misstankar om att dessa befattningshavare utnyttjar sina speciella kunskaper om handeln för egen vinning och därmed på bekostnad av andra skadar på sikt handeln i stort. I ljuset härav talar övervägande skäl för att sådana befattningshavare över huvud taget inte bör få ägna sig åt kortsiktiga affärer. Förbudet bör gälla alla fondpapper och andra finansiella instrument oavsett om handel med ett visst fondpapper eller finansiellt instrument förekommer på den egna arbetsplatsen eller ej.

Vi föreslår därför att befattningshavare vid Stockholms fondbörs eller annan börs eller en clearingorganisation i lag förbjuds att förvärva fondpapper eller andra finansiella instrument för egen räkning, annat än för

långsiktig förmögenhetsförvaltning.

Förbud mot kortsiktiga affärer bör gälla för alla befattningshavare. Även utsedda revisorer är att anse som befattningshavare och omfattas således av förbudet. Däremot saknas det anledning att låta den som utan att vara anställd är styrelseledamot eller styrelsesuppleant omfattas av bestämmelsen. Motivet härtill är att en sådan person inte deltar i det dagliga arbetet vid börsen eller clearingorganisationen. Han har därför inte samma möjligheter som de anställda att skaffa sig kunskaper om handeln. Dessutom skulle ett sådant förbud leda till att det uppstod svårigheter att rekrytera kompetenta styrelseledamöter.

Förbudet bör inte utsträckas till att avse sådana som är närstående till befattningshavaren. I stället bör, liksom gäller enligt fondkommissionslagen och enligt värdepappersmarknadslagen, befattningshavaren vara anmälningsskyldig både för egna och för närståendes innehav av fondpapper och andra finansiella instrument och förändringar i innehavet. Med närstående avses make/maka eller sambo, omyndiga barn som står under befattningshavarens vårdnad samt juridisk person i vilken befattningshavaren har ett väsentligt inflytande och i vilken befattningshavaren eller någon av de nyssnämnda närstående personerna eller flera av dem tillsammans har en större ägarandel eller ekonomisk avkastning eller röstandel. Såsom närmare motiverats i specialmotiveringen till 12 § i vårt förslag till ny lag om insynshandel på värdepappersmarknaden har vi funnit att nämnda andel eller avkastning bör uppgå till 10 procent.

6.15 Tillsyn

Som tidigare konstaterats i detta kapitel skall privatägda börser och clearingorganisationer stå under det allmännas kontroll. Tillsynen av verksamheten bör utövas av bankinspektionen. På grund av verksamhetens karaktär bör de bestämmelser i lagen om Stockholms fondbörs som rör bankinspektionens tillsyn över fondbörsen kunna tjäna som förebild. Det krävs dock ytterligare bestämmelser i anledning av att det allmänna, om våra förslag genomförs, inte kommer att ha lika starkt inflytande i dessa privatägda organisationer som i Stockholms fondbörs.

I likhet med vad som gäller för fondbörsen bör bankinspektionen i fråga om privatägda börser och clearingorganisationer få till uppgift att övervaka att verksamheten fungerar på ett tillfredsställande sätt och i överensstämmelse med lag och de föreskrifter som meddelats med stöd av lag. Inspektionen bör vidare följa verksamheten i den mån det behövs för att inspektionen skall få kännedom om förhållanden som är av betydelse för en sund utveckling av börs- och clearingverksamheten. Styrelsen för en börs eller en clearingorganisation bör på motsvarande sätt som gäller för styrelsen för Stockholms fondbörs vara skyldig att hålla protokoll och övriga handlingar tillgängliga för bankinspektionen och även lämna de upplysningar om verksamheten som inspektionen begär. Dessutom bör inspektio-

nen ges rätt att kalla till sammanträde med styrelsen för en börs eller en clearingorganisation, om det behövs för att vinna klarhet i något förhållande som rör verksamheten och detta inte kan ske på enklare sätt. Vid sådana sammanträden får företrädare för inspektionen närvara och delta i överläggningarna.

I likhet med vad som gäller enligt fondkommissionslagen bör bankinspektionen när den finner det behövligt eller när regeringen beslutar det ha rätt att göra undersökning hos en börs eller en clearingorganisation. Bestämmelsen bör av likformighetsskäl gälla även för Stockholms fondbörs.

Om en börs eller en clearingorganisation fattar ett beslut som strider mot lag eller mot föreskrift som meddelats med stöd av lag bör bankinspektionen kunna förbjuda att det verkställs på motsvarande sätt som gäller enligt lagen om Stockholms fondbörs. Har beslutet redan verkställts, föreslås vidare att inspektionen ges rätt att förelägga styrelsen att göra rättelse, under förutsättning att rättelse kan vidtas. Vidare bör inspektionen kunna förelägga styrelsen för en börs eller en clearingorganisation att fullgöra skyldighet som följer av lagen eller föreskrift som meddelats med stöd av lagen. Föreläggande eller förbud bör få förenas med vite.

När det gäller bl.a. banker och fondkommissionsbolag skall bankinspektionen utse en revisor att med övriga revisorer delta i revisionen av dessa företag. Inspektionen skall även utse en revisor med uppgift att granska Stockholms fondbörs räkenskaper. Genom revisorns arbete ges inspektionen möjlighet till en mer kontinuerlig inblick i verksamheten. Att inspektionen får denna inblick fortlöpande är viktigt också i fråga om privatägda börser och clearingorganisationer. Inspektionen bör därför även för dessa subjekt vara skyldig att utse en revisor. Något krav på att revisorn skall vara auktoriserad bör inte ställas upp i lag. Avgörandet i den frågan bör ankomma på inspektionen. I enlighet med vad som gäller på marknaden i övrigt i motsvarande fall skall kostnaden för sådan revisor betalas av börsen och clearingorganisationen med det belopp som inspektionen bestämmer.

De förslag som vi lämnat vad gäller tillsynen av börser och clearingorganisationer överensstämmer med de förslag som optionsutredningen lade fram och som skulle gälla för optionsbörser och clearingorganisationer.

7 Inregistrering av fondpapper och aktiehandeln vid Stockholms fondbörs

7.1 Inledning

Kraven för inregistrering av fondpapper vid Stockholms fondbörs finns angivna dels i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, dels i förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs. Vårt förslag till börsorganisation innebär att det kan komma att etableras andra börser än Stockholms fondbörs som administrerar handel med fondpapper. De krav som bör ställas för inregistrering av fondpapper måste därför i framtiden gälla generellt och alltså oberoende av om inregistrering skall ske vid fondbörsen eller vid någon annan börs.

Inom EG finns två direktiv som bl.a. anger de förutsättningar som måste gälla för inregistrering av fondpapper vid en börs. Dessutom finns ytterligare ett direktiv som anger de informationskrav som skall ställas på börsnoterade företag. En presentation av EG-direktiven lämnas i bilaga 3. Vi har i vårt arbete sökt anpassa våra förslag så att de harmoniserar med de regler som gäller inom EG (jfr Dir 1988:43 angående beaktande av EG-aspekter inom utredningsverksamheten). Det bör därför övervägas om en sådan anpassning kan ske även inom detta område.

I EG:s direktiv återkommer begreppet "competent authority". Vi har översatt detta begrepp med "behörig institution", eftersom uttrycket likaväl kan syfta på en statlig myndighet som på någon annan institution som enligt bemyndigande i lag givits de befogenheter som direktivet förutsätter.

I avsnitt 6.2.6 har framhållits vikten av att Stockholms fondbörs alltjämt är den dominerande handelsplatsen för aktier och vissa andra instrument utgivna av bolagen. Syftet härmed är att koncentrera aktiehandeln till Stockholms fondbörs för att på det sättet skapa förutsättningar för en aktiebörs med hög likviditet och därmed stor konkurrenskraft gentemot utlandet. Det torde dock krävas ytterligare åtgärder för att nå det angivna målet. Förevarande avsnitt berör också vissa åtgärder som kan stärka fondbörsens ställning på aktiemarknaden.

Inledningsvis lämnas en redogörelse för det nu tillämpade inregistreringsförfarandet vid Stockholms fondbörs. Därefter behandlas OTC-handeln. I ett följande avsnitt lämnas förslag på hur inregistreringsförfarandet bör vara utformat i framtiden. Vidare behandlas listorna på Stockholms fondbörs och slutligen berörs frågan om behovet av en övergångsreglering för handeln på Stockholms fondbörs med aktier som för närvarande inte är inregistrerade.

7.2 Inregistrering och listor vid Stockholmsfondbörs

Handel och notering av kurs vid Stockholms fondbörs får enligt 18 § i lagen om Stockholms fondbörs avse endast fondpapper som är inregistrerade vid fondbörsen. Beslut om inregistrering av fondpapper meddelas av börsstyrelsen. Vid prövningen av inregistrering skall hänsyn tas till utgivarens ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för de fondpapper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig börshandel. För inregistrering krävs vidare en utfästelse av utgivaren av fondpapperet att offentliggöra upplysningar om verksamheten enligt samma lag. Skälet till att handeln endast får avse inregistrerade fondpapper kan i huvudsak sammanfattas på så sätt att allmänhetens förtroende för fondbörsen inte får rubbas till följd av att börshandeln omfattar fondpapper där utgivaren inte motsvarar de kvalitetskrav som måste ställas för en väl fungerande handel.

Även utländska aktier kan bli föremål för inregistrering vid fondbörsen. Vid handel med utländska aktier sker dock leverans genom överlämnande av depåbevis.

7.2.1 A:I- och A:II-listorna

När det gäller inregistrering av aktier görs ansökan av styrelsen för det bolag vars aktier inregistreringen avser. Kraven som uppställs i lagen om Stockholms fondbörs gäller bolagets kvalitet och storlek samt frågan om det finns någon marknad för aktierna.

Med bolagets kvalitet åsyftas bolagets ekonomiska situation, verksamhetens ändamål, ledningens kompetens, bolagets redovisnings- och informationsstandard samt framtidsutsikter. För att börsstyrelsen skall få en bild av dessa förhållanden föreskrivs i förordningen om Stockholms fondbörs att till ansökan om inregistrering skall fogas årsredovisningar och revisionsberättelser för de fem senaste räkenskapsåren, emissionsprospekt som har givits ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen. Om det finns särskilda skäl får inregistrering ske även om årsredovisningshandlingar inte finns för fem räkenskapsår. Till ansökan skall även fogas bolagsordning och bevis på att aktiekapitalet till fullo har betalats in.

För att pröva om bolagets förhållanden är sådana att en registrering av bolagets aktier kan komma till stånd anlitar fondbörsen en auktoriserad revisor som redovisar sin bedömning av bolaget till börsstyrelsen.

Beträffande bolagens storlek föreskrivs i 19 § förordningen om Stockholms fondbörs att inregistrering ej får ske av aktier i bolag med ett aktiekapital under 2 milj. kr. och ej heller av aktier i bolag med eget kapital under 4 milj. kr. Detta lagfästa storlekskrav har kommit att utgöra grunden för de officiella listorna A:I och A:II. För notering av ett bolags aktier på A:II-listan krävs således i enlighet med förordningen ett aktiekapital om minst 2 milj. kr. och eget kapital om minst 4 milj. kr. A:I-listan är avsedd för

de största bolagen och börsstyrelsen har därför ställt kraven högre än minimikraven i lagstiftningen. För notering på A:I-listan fordras ett aktiekapital på minst 10 milj. kr. och eget kapital på minst 20 milj. kr. Börsstyrelsen bestämmer på vilken lista aktier skall uppföras. Inregistrering vid fondbörsen av konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelsbevis som har utgivits av aktiebolag får inte ske om aktiebolagets aktier inte är inregistrerade vid fondbörsen.

Med begreppet marknadsförhållanden menas att kurssättningen av börsaktierna efter inregistrering skall kunna bli tillförlitlig, vilket kräver en något så när regelbunden handel. För att en sådan handel skall kunna påräknas krävs att aktierna är spridda på ett relativt stort antal personer. Gällande spridningskrav knyter an till börspostbegreppet. Med börspost förstås det minsta antal eller lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering, se 23 § förordningen om Stockholms fondbörs. Riktpunkten för värdet av en börspost utgör för A:I-listan ett basbelopp och för A:II-listan ett halvt basbelopp. För inregistrering på A:I-listan krävs normalt att det finns minst 1 000 börspostägare. För A:II-listan är motsvarande krav 400 börspostägare. Därjämte gäller att högst 90 procent av aktierna får ligga i en ägares eller ägargrupps hand. Till ansökan om inregistrering av aktier skall enligt 11 § i förordningen om Stockholms fondbörs lämnas uppgifter om aktiernas ungefärliga marknadsvärde och spridning bland allmänheten samt en redogörelse för ägarförhållandena i fråga om bolagets aktier. Dessa uppgifter utgör sedan grunden för börsstyrelsens beslut angående börspostens storlek.

Aktier som enligt bolagsordningen är förenade med hembudsskyldighet kan inte börsregistreras. Förekommer flera olika aktieslag i ett aktiebolag begränsas registreringen till de aktieslag vari allmän handel kan förväntas.

I 11 § 6 förordningen om Stockholms fondbörs finns intaget en föreskrift att till ansökan om inregistrering av aktier vid Stockholms fondbörs skall fogas en utfästelse av bolaget att enligt formulär som fastställts av börsstyrelsen dels offentliggöra upplysningar om bolaget, dels medverka till att börsstyrelsen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen om Stockholms fondbörs och annan författning. Dessa bestämmelser gäller även i tillämpliga delar för inregistrering av utländska aktier.

De formulär som omtalas i författningarna har kommit att kallas för inregistreringskontrakt. Kontraktet är att betrakta som ett civilrättsligt avtal mellan Stockholms fondbörs och dem som har sina värdepapper inregistrerade på fondbörsen och blir som sådant ett komplement till lagstiftningen. Enligt fondbörsutredningen (SOU 1973:60) var det önskvärt att dessa avtal var standardiserade för respektive verksamhetsgren och tillkom genom förhandlingar mellan börsstyrelsen och ett intresseorgan för de inregistrerade bolagen. Detta standardiserade typkontrakt skulle sedan läggas till grund för förhandlingarna mellan det introduktionssökande företaget och börsstyrelsen. Utredningen ansåg att inregistreringskontraktets bestämmelser kunde indelas i två huvudgrupper. Den ena gruppen gällde åtaganden från börsbolagens sida att följa vissa normer beträffande redovis-

ning och att ge allmänheten information om bolagens ekonomiska förhållanden. Den andra gruppen avsåg börsbolagens åtaganden att medverka till att börsstyrelsen kunde fullgöra sina uppgifter. Stockholms fondbörs kom under 1988 med Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund, huvudmän för Näringslivets Börskommitté (NBK) överens om ett nytt inregistreringskontrakt. Kontraktet tillämpas från den 1 januari 1989.

I inregistreringskontraktet anges börsbolagens informationsskyldighet, hur delgivning och offentliggörande skall gå till, vissa sekretessbestämmelser, påföljder vid åsidosättande av avtalet samt avtalets giltighetstid.

Informationsskyldigheten innefattar att bolaget

a) skall offentliggöra upplysningar om bolaget och dess verksamhet enligt vad som närmare anges i en till kontraktet fogad bilaga 1,

b) skall iaktta vad som efter överenskommelse mellan börsen och Aktiemarknadsbolagens Förening åligger börsbolag enligt de av NBK:s rekommendationer som anges i en till kontraktet fogad bilaga 2,

c) skall lämna börsen de upplysningar som anges i bilaga 1 och 2 samt

d) skall iaktta de ändringar i eller tillägg till de i bilagorna angivna skyldigheterna som framdeles kan överenskommas mellan börsen och Aktiemarknadsbolagens Förening.

Härutöver skall bolaget på anmodan lämna börsen de upplysningar som börsen begär för att kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen om Stockholms fondbörs eller annan författning.

Av de sekretessbestämmelser som upptas i kontraktet följer att om offentliggörande av viss uppgift är till förfång för bolaget får bolaget underlåta att offentliggöra den. Samråd skall dock först ske med börschefen. Vidare gäller att uppgift som börsen fått från ett bolag under förbehåll om tystnadsplikt inte får lämnas ut utan medgivande av bolaget. Uppgiften får dock alltid hållas tillgänglig för bankinspektionen.

Om bolaget åsidosätter avtalet och förfarandet inte föranleder beslut om avregistrering får börsstyrelsen ålägga bolaget vite. Är åsidosättandet ringa eller ursäktligt kan börsstyrelsen i stället för att ålägga vite meddela bolaget erinran eller helt avstå från påföljd. Frågor om åsidosättande av avtalet skall beredas i en granskningskommitté. Beredningen syftar till att precisera anmärkningspåståendet och att klarlägga de förhållanden på vilka påståendet grundas. Vid beredningen skall bolaget ges tillfälle att förklara sig. Beredningsarbetet avslutas genom att kommittén till börsstyrelsen överlämnar en granskningspromemoria jämte bolagets slutliga skriftliga förklaring över promemorians innehåll.

Bilaga 1 till kontraktet innehåller detaljerade bestämmelser om börsbolagens informationsskyldighet. Dessa bestämmelser finns redovisade i avsnitt 9.2.3.

Utländska emittenter måste underteckna ett standardformulär som grundas på det inregistreringskontrakt som de svenska börsbolagen måste skriva under.

För inregistrering av aktier vid fondbörsen måste vissa formella krav vara

uppfyllda och vidare sker en diskretionär prövning från börsstyrelsens sida. Den diskretionära prövningen har inneburit att börsstyrelsen med utgångspunkt från reglerna successivt utbildat en praxis i inregistreringsärenden.

Ett aktiebolag kan enligt huvudregeln inte tvingas att inregistrera sina aktier på Stockholms fondbörs, utan en inregistrering förutsätter ansökan. I förordningen har dock i 14 § intagits en bestämmelse om att ifall aktiekapitalet ökar i ett bolag som har sina aktier inregistrerade vid fondbörsen så får börsstyrelsen utan ansökan besluta om inregistrering av de aktier som svarar mot ökningen. Det anses att om dessa aktier inte skulle registreras praktiska svårigheter skulle uppkomma i handeln. I 15 § förordningen ges börsstyrelsen rätt att om särskilda skäl föreligger inregistrera aktier vid fondbörsen utan ansökan även i andra fall. Sådana beslut får dock ej meddelas innan den som givit ut aktierna beretts tillfälle att yttra sig. Enligt fondbörsutredningen (SOU 1973:60) skulle denna situation kunna tänkas inträffa när ett bolag av någon anledning ej söker sig till börsen trots att omsättningen av dess aktier har sådan frekvens att det från den aktieägande allmänhetens sida framstår som angeläget att inregistrering sker. Utredningen påpekade att en sådan situation torde kunna uppkomma endast undantagsvis och att det borde kunna ske på den dåvarande fondhandlarlistan efter samtycke av bankinspektionen utan föregående ansökan (fondhandlarlistan upphörde vid ingången av 1982). Vidare påpekades att detta borde gälla också i andra fall när särskilda skäl förelåg för inregistrering. Utredningens uttalande i denna fråga torde i vart fall i teorin vara fullt tillämpligt även i dag. Någon tillämpning i praktiken av 15 § förordningen är inte känd.

I samband med emission av aktier uppkommer ofta handel i emissionsbevisen. Av 16 § i förordningen om Stockholms fondbörs framgår att sådana emissionbevis som grundas på innehav av inregistrerade aktier anses inregistrerade om inte börsstyrelsen bestämmer annat. Detsamma gäller interimsbevis som utfärdats i samband med konvertering av konvertibla skuldebrev.

Ett aktiebolag är i samband med ansökan om inregistrering av bolagets aktier skyldigt att offentliggöra en särskild redogörelse för bolagets förhållanden, om börsstyrelsen finner skäl till det. Denna redogörelse har fått namnet introduktionsprospekt och skall innehålla vissa av de uppgifter som föreskrivs för emissionsprospekt i aktiebolagslagen (13 § förordningen om Stockholms fondbörs).

Näringslivets börskommitté (NBK) har i rekommendation om utformning av prospekt avgiven i mars 1986 behandlat frågan om utformning av emissionsprospekt. I rekommendationen anges de uppgifter som ett prospekt bör innehålla. De krav NBK ställer upp går längre än vad lagen föreskriver. Rekommendationen tar framför allt sikte på det fall när allmänheten inbjuds att teckna aktier i ett bolag som tidigare inte haft aktier inregistrerade på Stockholms fondbörs eller omsatta på OTC-marknaden.

NBK har även i juni 1988 utfärdat en rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för helt eller partiellt samgående mellan bolag. Vidare har på uppdrag av börsstyrelsen revisorn Sigvard Heurlin

utarbetat en promemoria av den 9 augusti 1985 med riktlinjer angående utformning av emissionsprospekt för utländska företags emissioner i Sverige.

Börsstyrelsen fattade i början av 1987 ett principbeslut om att inrätta en särskild underavdelning till A:I- och A:II-listan. Denna avser bolag som står under fondbörsens utredning och har kommit att kallas *Observationslistan*.

7.2.2 Övriga fondpapper

Förutom regler om ansökan om inregistrering av aktier finns i förordningen om Stockholms fondbörs regler i 17 och 18 §§ om ansökan av inregistrering av andelar i aktiefonder, obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning.

Ansökan om inregistrering av andelar i en aktiefond görs av styrelsen för det fondbolag som förvaltar aktiefonden. Till ansökan skall fogas vissa uppgifter såsom tillstånd av bankinspektionen att utöva aktiefondsverksamhet, fondbestämmelserna, uppgifter om fondandelarnas ungefärliga marknadsvärde och spridningen bland allmänheten, uppgifter om fondandelarnas fördelning på fondandelsbevis vid tiden för ansökningen och om nummer eller årtal för närmast förfallande kupong för fondandelsbevis med utdelningskuponger, kvartalsredogörelser, årsrapporter och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren. Vidare fordras en utfästelse av fondbolaget att enligt formulär som fastställts av börsstyrelsen dels offentliggöra upplysningar om aktiefonden, dels medverka till att börsstyrelsen kan fullgöra sina uppgifter enligt lagen om Stockholms fondbörs eller annan författning (17 §). För att en inregistrering skall kunna ske av andelar i en aktiefond fordras att aktiefondens värde överstiger 4 milj. kr. (19 §).

Ansökan om inregistrering av obligationer skall göras av den som givit ut obligationerna. Bestämmelserna gäller i tillämpliga delar även förlagsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning. Liksom för andelar i aktiefonder uppställs vissa formella krav. Kraven är dock något lägre med hänsyn till obligationsmarknadens institutionella karaktär och till att en placering av medel i obligationer anses mindre riskfylld än en aktieinvestering. Således ställs inte något krav på introduktionsprospekt vid ansökan om inregistrering av obligationer. Däremot skall till ansökan fogas emissionsprospektet som har givits ut med anledning av lånet. Vidare måste uppgift lämnas om totalbeloppet av de obligationer som ansökan gäller och uppgift om obligationernas spridning på marknaden (18 §). Avser ansökan obligationer som har utgivits av ett bolag som inte har aktier inregistrerade vid fondbörsen fordras att bolaget till ansökan fogar redovisningsmaterial avseende själva bolaget. Således skall bolaget inge bolagsordning, årsredovisningar och revisionsberättelser för de två senaste räkenskapsåren. Vidare skall även inges prospekt om emissioner av aktier och obligationer

som bolaget givit ut under denna tid samt delårsrapporter som avser tiden efter den senaste årsredovisningen (18 §). För inregistrering av obligationer, förlagsbevis eller liknande skuldebrev fordras att det nominella beloppet av lånet eller del av lånet som inregistreringen avser överstiger 10 milj. kr. Beträffande obligationer, förlagsbevis eller liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning som har givits ut av annan än svensk låntagare fordras för registrering att lånet bjudits ut offentligt inom landet av en svensk bank (19 §). Någon utfästelse om information krävs enligt förordningen om Stockholms fondbörs inte för inregistrering av obligationer, förlagsbevis, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och liknande skuldebrev avsedda för allmän omsättning.

Själva inregistreringsförfarandet av obligationer är enligt uppgift av relativt summarisk karaktär.

7.2.3 OTC-listan

Handel med OTC-noterade aktier får förekomma i fondbörsens lokaler på grund av uttryckligt lagstöd. OTC-aktierna är inte inregistrerade vid fondbörsen och börsstyrelsen har inte ansvaret för handeln. Börschefen handlägger dock vissa frågor beträffande OTC-aktierna, bl.a. om börsstopp, och tar vidare informella kontakter om information till marknaden och svarar för kursövervakning. Ansvaret för OTC-introduktionen ligger på den fondkommissionär som åtagit sig att vara market-maker. Den formella tillsynen över handeln tillkommer bankinspektionen. OTC-handeln behandlas senare i avsnitt 7.3.

Även inom OTC-listan har inrättats en särskild *Observationslista* för bolag som står under utredning. Beslut om att ett OTC-bolag skall föras upp på Observationslistan fattas av börschefen efter samråd med den fondkommissionär som åtagit sig uppdraget som market-maker.

7.2.4 O-listan

Inom fondbörsens lokaler förekommer utöver handel med OTC-noterade aktier också handel med andra aktier som inte är inregistrerade på fondbörsen. Den inofficiella handeln omfattar ett trettiotal bolag, vilka av olika skäl inte sökt sig till en officiell notering. I vissa fall beror det på att de inte uppfyller kraven för en sådan notering och i andra fall kan det vara skattemässiga skäl. Förhållandet kan också vara att de avregistrerats från den officiella noteringen.

Några formella krav vad gäller handel och spridning uppställs inte och variationerna är därför stora mellan de olika bolagen. Vissa av aktierna är dagligen föremål för handel, medan andra aktier omsätts mycket sporadiskt och har en liten spridning.

Handeln ombesörjs av börsmedlemmarna och köp- och säljkurser samt avslut sammanförs på en förteckning över kursbildningen som kallas O-listan. Börsstyrelsen beslutade i juni 1988 att upplåta fondbörsens datasys-

tem för kursnotering av dessa bolag, dock under förutsättning att en fondkommissionär ställt sig bakom introduktionen av aktierna samt att bolaget accepterat de informationskrav som ställs på de bolag som förs in i systemet. Informationskraven är utformade med förebild i inregistreringskontraktet för börsbolag. Den 30 juni 1989 fanns 42 företag noterade på O-listan.

7.2.5 Övriga listor

Under *övriga inofficiella noteringar* redovisas kursbildningen i några bolag som inte accepterat villkoren för inplacering på O-listan. Denna lista hanteras inte av fondbörsen. Ett privat bolag Stockholms Börs och Företagsinformation AB sammanställer listan efter uppgifter av börsmedlemmarna.

Det finns ytterligare listor, såsom *C- och D-listorna* samt *Venturelistan*, se avsnitt 9.4.2.

7.3 OTC-handeln

7.3.1 Utvärdering av OTC-marknaden

OTC-marknaden tillkom år 1982 för att skapa möjligheter för medelstora företag som var för små för att kunna börsnoteras att få tillgång till externt riskkapital. Enligt direktiven skall vi inom ramen för en samlad bedömning av de olika delmarknaderna för handel med aktier göra en utvärdering av OTC-handeln. Först lämnas en kortfattad beskrivning av OTC-marknadens utveckling. Därefter dras vissa slutsatser beträffande en framtida behandling av OTC-bolagens aktier på börsen samt beträffande behovet av en särskild lista för små och medelstora företags aktier.

7.3.2 OTC-marknadens utveckling

Möjligheten till OTC-notering blev snabbt populär bland medelstora företag. Redan vid slutet av 1983 noterades drygt 30 företag. Fram t.o.m. juni 1989 har 107 bolag introducerats på OTC. Den 30 juni 1989 fanns 73 företags aktier noterade på OTC-marknaden. Avregistrering har främst skett på grund av genomförda uppköp. I två fall – Ljusne Kätting och Turn-Key Data – har företagen gått i konkurs. Två företag har överförts till den inofficiella listan efter omstrukturering av verksamheten och två företag har inregistrerats på fondbörsen. Marknadsvärdet på de noterade aktierna uppgick i juni 1989 till ca 17 miljarder kronor.

I samband med OTC-introduktionerna har aktier emitterats till ett sammanlagt belopp av ca 1 500 milj. kr. Genom tillgången till riskkapitalmarknaden har ett flertal bolag därefter kunnat genomföra nyemissioner av olika slag. Aktieemissioner med företrädesrätt för aktieägarna har skett för ca 600 milj. kr. Genom riktade emissioner, kontant eller som betalning vid företagsköp, av aktier, konvertibler och lån med teckningsoptioner har

riskkapital på ytterligare flera hundra miljoner kronor tillförts OTC-företagen.

Sammantaget har OTC-listan alltså inneburit betydande kapitaltillskott och därmed expansions- och investeringsmöjligheter för den berörda gruppen företag.

Även andrahandsmarknaden i OTC-aktier har varit livaktig. Inledningsvis antecknades budgivningen på krittavlor, men detta blev snart en alltför otymplig metod. Under 1984 utvidgades 2 § lagen om Stockholms fondbörs med en bestämmelse, som medgav att handeln i OTC-aktier fr.o.m. den 1 juli 1984 kunde använda sig av fondbörsens budgivningsterminaler. Avsikten därmed var enligt bankinspektionens framställning i ämnet inte att öppna möjlighet till fondbörsverksamhet utanför börshuset, utan endast att anlita det moderna bildskärmssystem som fanns inom börshuset (prop. 1983/84:164, s. 17).

Nästa steg togs den 1 oktober 1985, då fondkommissionärernas rapportering av avslut i OTC-aktier överfördes från bankinspektionen till fondbörsen med utnyttjande av samma system som för börsaktier. Fr.o.m. denna tidpunkt föreligger tillförlitlig statistik om OTC-handeln.

Under 1986 uppgick aktieomsättningen (inkl. efteranmälda affärer) till nära 2,1 miljarder kronor, vilket motsvarade 25–30 % av de noterade aktieserierna. Under 1987 steg omsättningen till 2,7 miljarder kronor med bibehållen omsättningshastighet. Till skillnad från fondbörsen har omsättningen på OTC ökat under 1988, mätt såväl i absoluta tal (3,5 miljarder kronor) som i procent av de aktier som är föremål för handel (27 %). Under tolvmånadersperioden juli 1988–juni 1989 var omsättningshastigheten t.o.m. högre på OTC än på fondbörsen (årstakt 26 % mot 18 %).

Därmed kan också konstateras att de farhågor om sporadisk handel som förekom vid OTC:s tillkomst inte har besannats. Problem med låg omsättning i vissa enskilda aktieserier tycks inte vara mer uttalade på OTC än på börsen.

För notering på OTC-listan har bankinspektionen uppställt rekommendationer liknande de krav som gäller för bolag vars aktier är registrerade på fondbörsen. Det egna kapitalet i bolaget får inte vara lägre än 4 milj. kr. och aktiekapitalet skall vara minst 2 milj. kr. Vidare har som ett absolut minimum beträffande utbjuden andel av aktiekapitalet angivits 10 %, men samtidigt har uttalats att det är önskvärt att den utbjudna andelen ligger omkring 30 % av aktiekapitalet. Spridningen av aktierna bör vara minst 300 noteringsposter och varje post bör motsvara minst en fjärdedel av basbeloppet.

OTC-marknaden har även i andra avseenden successivt kommit allt närmare fondbörsen. Genom en cirkulärskrivelse från bankinspektionen i september 1985 (som föregicks av överläggningar med fondbörsen och fondhandlareföreningen) överlämnades rätten att besluta om noteringsstopp för OTC-aktier till börschefen efter samråd med market-maker. Samtidigt föreskrevs att OTC-bolagen skulle överlämna den löpande information som de tillställde marknaden även till börschefen.

Bankinspektionen har efter överläggningar med den verkställande ledningen för fondbörsen och Svenska fondhandlareföreningen utgivit cirkulärskrivelser som innehåller rekommendationer om fondkommissionärernas medverkan som market-makers. Förutom de lämnade rekommendationerna har även ett modellavtal utarbetats som skall ligga till grund för market-makeravtalet mellan fondkommissionären och OTC-bolaget. Tillämpas andra villkor vid ett avtal mellan bolaget och fondkommissionären skall fondkommissionären skriftligen informera inspektionen om avvikelsen och orsaken därtill. Avvikelse från modellavtalet har enligt uppgift aldrig förekommit.

Modellavtalet har i huvudsak samma innehåll som fondbörsens inregistreringskontrakt. Således omfattas OTC-bolagen av samma informationsskyldighet om bolagets ekonomiska förhållanden och andra viktiga händelser som bolag vars aktier är börsnoterade. OTC-bolagen är även i övrigt skyldiga att lämna market-makern och börschefen de upplysningar som behövs för att market-makern skall kunna fullgöra sin uppgift. OTC-bolagen är också bundna av Näringslivets börskommittés rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. När särskilda skäl föreligger kan börschefen efter samråd med market-makern besluta att handeln i och notering av bolagets aktier skall avbrytas. För det fall OTC-bolaget inte följer avtalet finns möjlighet för market-makern att säga upp avtalet eller förelägga OTC-bolaget att vidta en åtgärd vid påföljd att avtalet annars kommer att sägas upp. I mindre allvarliga fall kan market-makern tilldela bolaget en varning. För notering på OTC-listan har bankinspektionen i sina rekommendationer uttalat att en market-maker bör tillse att prospektet vid introduktion på marknaden innehåller de uppgifter som gäller enligt aktiebolagslagen för emissionsprospekt. Vid introduktionen krävs att OTC-bolaget kan redovisa minst tre årsbokslut.

Man kan därmed hävda att OTC-företagen fr.o.m. den 1 oktober 1985 i praktiken har kommit att inta samma ställning i förhållande till fondbörsen som de börsnoterade företagen. I frågor som noteringsstopp, informella kontakter om information till marknaden, kursövervakning m.m. har börsledningen fått ökade befogenheter. I de fall där OTC-företag på senare år har avförts från notering utan att bolaget har varit föremål för uppköp har initiativet kommit från fondbörsen, även om avregistrering formellt sker genom uppsägning av market-makeravtal och strykning från bankinspektionens förteckning.

Denna utveckling har ytterligare accentuerats genom det nya modellavtal som bankinspektionen har sammanställt under november 1988. Innehållet är här helt hämtat från fondbörsens nya inregistreringskontrakt. Liksom börsföretagen förbinder sig OTC-företagen också att följa de ändringar som i framtiden kan införas i en bilaga till inregistreringskontraktet efter förhandlingar mellan börsstyrelsen och den för detta ändamål nybildade Aktiemarknadsbolagens Förening vari även OTC-bolagen är medlemmar.

Till skillnad från börsföretagen handläggs emellertid fortfarande ärenden om introduktion av OTC-företagen utanför börsen, dvs. av market-maker

efter visst samråd med bankinspektionen. I praxis har det dock blivit vanligt att ett tilltänkt OTC-företag kontaktar börsledningen för en genomgång i förväg.

Slutligen kan konstateras att informationsgivningen från OTC-företagen förefaller hålla samma kvalitet som den från jämförbara börsföretag, vilket för övrigt är syftet med bestämmelserna i market-makeravtalet.

7.3.3 Slutsatser

OTC-marknaden har i praktiken i alla avseenden kommit att inta en ställning som en tredje börslista där börsledningen utför samma uppgifter som beträffande de börsregistrerade aktierna. Det gäller bl.a. formerna för aktiehandel och informationsspridning, noteringsstopp, kurs- och informationsövervakning och ingripanden av olika slag. De kvarstående särdragen för OTC är av formellt slag, t.ex. market-makeravtal i stället för inregistreringskontrakt, börschefen resp. bankinspektionen beslutsfattare i stället för börsstyrelsen. Ett annat särdrag är som nämnts en lindrigare beskattning i förmögenhets-, arvs- och gåvosammanhang. Benämningen "OTC" har också kommit att bli oegentlig, eftersom handeln är av börskaraktär.

Denna utveckling har, såvitt kan bedömas, drivits fram gemensamt av alla berörda parter, dvs. bankinspektionen, fondbörsens ledning och styrelse, fondkommissionärerna och OTC-bolagen. Bland svenska fondkommissionärer har allmänt framförts kritik mot de tredubbla lojaliteter som medverkan som market-maker för ett OTC-företag kan medföra: Rådgivare i informationsfrågor, market-maker i egentlig mening, dvs. den som med hjälp av ett handelslager ställer köp- och säljkurser med ett eget lönsamhetskrav och den som utkräver ansvar av ett försumligt OTC-bolag genom uppsägning av market-makeravtalet, vilket utgör motsvarigheten till avregistrering av ett börsbolag. Anpassningen till den hantering som gäller för börsbolag har inneburit att skyddsreglerna för den aktieplacerande allmänheten och tillämpningen av dessa regler har blivit likformiga för börsen och OTC.

Inte heller inom den självreglerande verksamheten görs någon skillnad mellan börsbolag och OTC-företag. Näringslivets Börskommittés rekommendationer riktar sig till båda grupperna av företag. Aktiemarknadsnämnden kan ta upp ärenden som väckts av börs- eller OTC-bolag, deras aktieägare eller den som lämnat ett offentligt erbjudande att förvärva aktier i sådana bolag samt bolag som planerar för marknadsnotering.

Bortsett från skatteaspekterna finns det därför från aktiemarknadens och de berörda bolagens utgångspunkter ingen anledning att särbehandla OTC som därmed i framtiden kan inordnas under fondbörsen. Skattefrågorna är av väsentlig betydelse för de privatpersoner som är huvudägare i befintliga och blivande OTC-bolag. Dessa frågor faller utanför värdepappersmarknadskommitténs direktiv och utreds i annat sammanhang. Vi har emellertid i avsnitt 5.9 berört den principiella frågan om beskattningen och dess betydelse för en lämplig ordning för handeln med aktier på Stockholms fondbörs.

Man kan slutligen fråga sig om det finns behov av något annat arrangemang liknande det man ursprungligen avsåg med OTC, dvs. en marknad för små och medelstora företags aktier i syfte att underlätta dessa företags försörjning med riskkapital. Här kan man dock peka på flera omständigheter som talar för att något sådant behov inte längre finns.

Genom aktiemarknadens allmänna utveckling finns i dag acceptabelt fungerande marknader för emissioner av aktier även i mycket små resp. nystartade eller på annat sätt riskfyllda företag som av dessa skäl inte på länge uppfyller kraven för börsregistrering. Uppskattningsvis ett hundratal sådana företag har under senare år kunnat skaffa riskkapital i betydande kvantiteter från utomstående, med eller utan medverkan av en fondkommissionär.

Om de förslag som vi lägger fram beträffande handel och informationsgivning i ej börsnoterade företag med spritt ägande genomförs, skapas förbättrade förhållanden för dem som placerar i sådana aktier.

Behovet av en särskild "OTC-lista" e.d. förefaller därför för närvarande inte särskilt stort. De problem i övrigt som kan finnas när det gäller mindre företags riskkapitalfinansiering faller utanför värdepappersmarknadskommitténs område och har för övrigt studerats av den s.k. finansieringsutredningen (I 1988:01) som bl.a. utvärderat formerna för det statliga stödet på detta område. Finansieringsutredningen avgav sitt betänkande (SOU 1989:24) Statligt finansiellt stöd? i mars 1989.

7.4 Inregistreringsförfarandet

7.4.1 Generella krav

De regler som i dag gäller för inregistrering av fondpapper och för börsbolagens informationsskyldighet finns i lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs, förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs och inregistreringskontraktet. Det nuvarande systemet bygger på en blandning av allmänt hållna lagregler, en del detaljbestämmelser i förordningen samt självreglering. Detta system har fungerat väl och det saknas i och för sig skäl att avvika från den rådande regelsystematiken. Från den utgångspunkten finns det således inget som hindrar oss att föreslå att de legala regler som gäller i dag för inregistrering av fondpapper vid Stockholms fondbörs även skall gälla vid andra börser.

Det framstår därvid som naturligt att en ansökan om inregistrering prövas av styrelsen för börsen och att det i lag ges vissa regler om vilka kriterier som bör ligga till grund för en sådan ansökan. Det kan dock diskuteras på vilken detaljnivå reglerna skall ligga. Liksom i dag bör vissa minimikrav beträffande uppgifter om emittenten och det fondpapper han ger ut ställas upp. Det gäller främst utgivarens ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för de fondpapper som ansökan avser och andra förhållanden som har

betydelse för att en ändamålsenlig börshandel skall komma till stånd. Vidare bör krävas att utgivaren i samband med ansökan om inregistrering lämnar en fyllig information om sin ekonomiska ställning, verksamhet och framtidsutsikter. För att investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av värdet av de fondpapper som givits ut bör också föreskrifter ges om skyldighet för utgivare att lämna löpande information om viktiga händelser. Däremot synes det inte ändamålsenligt att i lag ge detaljerade regler för innehållet i den information som emittenterna skall offentliggöra. Den ordning som gäller på aktiemarknaden i dag där detaljbestämmelserna beträffande informationsskyldigheten regleras i inregistreringskontraktet synes vara en lämplig lösning.

EG:s målsättning på värdepappersmarknadens område är att länka samman de nationella kapitalmarknaderna och att etablera en minimistandard för regler om fullödig och samtidig information från utgivare av fondpapper och om inregistreringsvillkor samt tillsyn. EG har tidigare haft den inställningen att de regler som antagits av EG skulle i oförändrat skick inflyta i medlemsstaternas regelsystem. Senare direktiv och direktivförslag har i stället baserats på principen om ömsesidigt erkännande av skilda regelsystem inom Gemenskapen.

Det inregistreringsförfarande som gäller i dag och som vi föreslår skall gälla även för andra börser än Stockholms fondbörs överensstämmer i vissa delar med EG:s system men avviker på andra punkter. Överensstämmelse i stort råder på det sättet att det i lag eller förordning anges vissa minimikrav för inregistrering och utgivares informationsskyldighet. Avvikelserna mellan det svenska systemet och EG:s är i huvudsak att vi i Sverige överlåtit detaljinnehållet vad gäller informationen till självreglering, medan detta inom EG reglerats genom föreskrifter. Inom EG ställs dessutom krav på att en ansökan om inregistrering inte får bifallas förrän ett introduktionsprospekt offentliggjorts. Ett sådant offentliggörande får inte ske förrän prospektet jämte däri ingående revisionsberättelse godkänts av den eller de behöriga institutioner som av medlemsstaten bemyndigats för uppgiften. Vidare ställs inom EG krav på att beslut som rör frågor om inregistrering och avregistrering skall kunna överklagas till domstol. Inom EG finns ett krav på att börsbolag är skyldiga att publicera halvårsrapporter om verksamheten. Någon motsvarande föreskrift finns inte i Sverige i dag. Dessutom finns åtskilliga skillnader vad gäller detaljer och uttryckssätt.

När det gäller frågan om harmonisering med EG:s regelsystem på detta område har vi arbetat från den utgångspunkten att vårt regelsystem skall vara sådant att det kan accepteras av EG:s medlemsstater. För att detta skall ske krävs enligt vår mening inte att en fullständig överensstämmelse uppnås i alla detaljfrågor. Däremot synes en viktig förutsättning vara att beslut som rör inregistrering och avregistrering av fondpapper vid en börs skall kunna överklagas till domstol. Våra förslag innebär att en sådan möjlighet bör fastslås i lag. En annan viktig skyddsregel som vi förutsätter har betydelse i detta sammanhang är, att introduktionsprospekt jämte däri ingående revisionsberättelse, innan inregistrering får ske, granskas och god-

känns av någon institution som pekats ut i lag. Den institution som bör tilläggas den uppgiften anser vi vara styrelsen för den börs där inregistrering söks. Vi föreslår därför en lagregel av detta innehåll.

7.4.2 Inregistrering vid Stockholms fondbörs

7.4.2.1 Målsättning

Huvudsyftet med de av oss föreslagna åtgärderna är att skapa förutsättningar för en konkurrenskraftig aktiebörs för svenska aktier i Sverige och att stärka konsumentskyddet på aktiemarknaden. För att öka fondbörsens konkurrenskraft gentemot utlandet behövs enhetliga regler för handeln och informationsgivningen. Större delen av aktiehandeln bör samlas till fondbörsen.

Hos allmänheten torde råda stor osäkerhet i fråga om de skillnader som finns mellan inregistrerade aktier samt aktier som handlas på Stockholms fondbörs utan att vara formellt inregistrerade. Det gäller frågor om börsstyrelsens möjligheter att ingripa mot bolagen, om informationskrav och om officiella och inofficiella noteringar. I princip bör därför all aktiehandel som sker på fondbörsen avse aktier som är inregistrerade vid denna. Därmed kommer all aktiehandel på fondbörsen att ligga under börsstyrelsens ansvarsområde. Börsstyrelsen får på så sätt möjlighet att övervaka att bolagen fullgör sin informationsplikt och i övrigt uppfyller de krav som bör ställas för att allmänheten skall kunna med förtroende handla med aktier. Erfarenheten visar att handel ändå kommer till stånd med allmänt spridda, oregistrerade aktier. En sådan handel kan medföra betydande risker för aktiespararna.

För att uppnå enhetlighet och klarhet vad gäller den handel med svenska aktier som sker på Stockholms fondbörs är vår utgångspunkt att den endast skall avse inregistrerade aktier. Övergångsvis kan dock behövas vissa undantagsregler som medger handel i börshuset med ej inregistrerade svenska aktier.

7.4.2.2 Förutsättningar för inregistrering

Allmänt

I 11 § andra stycket 5 förordningen om Stockholms fondbörs och tredje stycket samma paragraf uppställs krav på att bolaget skall kunna visa en kontinuitet i sin verksamhet genom att till ansökan bifoga årsredovisningar och revisionsberättelser för de fem senaste räkenskapsåren liksom emissionsprospekt under samma tid och delårsrapporter för tiden efter senaste årsredovisning. Om särskilda skäl föreligger kan börsstyrelsen bortse från detta krav. Börsstyrelsen har alltså i dag möjlighet att inregistrera bolag som inte kan visa på en femårig verksamhet. Det har förekommit tillfällen när det av börsstyrelsen bedömts angeläget att frångå kravet på fem års verksamhet. Skälet till kravet är bland annat att det underlättar för börsstyrelsen

att bättre kunna bedöma om bolagets verksamhet har sådan stabilitet att verksamheten kan förväntas fortgå under en längre tidsperiod och om verksamheten till ansökningstillfället skötts klanderfritt. Som framgår av bilaga 3 finns inom EG ett krav att företaget skall ha bedrivit verksamhet under minst tre räkenskapsår. Även enligt EG-direktiven finns det möjlighet att frångå kravet på viss tids verksamhet. Mot bakgrund härav bör lättnaden i de formella kraven i nu diskuterat hänseende inte drivas längre än att det nuvarande kravet på fem års verksamhet sänks till tre år. När det gäller möjligheten att dispensera från treårskravet står i EG-regeln följande: "Undantag från treårskravet får göras om ett sådant undantag ligger i bolagets eller investerarnas intresse och investerarna har erhållit erforderlig information för att kunna göra en välgrundad bedömning av bolaget och de aktier för vilka inregistrering sökts." Enligt den i dag i Sverige gällande regeln får börsstyrelsen bortse från femårskravet om särskilda skäl föreligger. Detta är en för svenska förhållanden vanlig lagstiftningsteknik och får anses i rimlig grad motsvara kravet på anpassning till EG.

Bestämmelsen i 19 § förordningen om Stockholms fondbörs att aktiekapitalet inte får understiga 2 milj. kr. eller att det egna kapitalet inte får understiga 4 milj. kr. för att inregistrering skall få ske bör även omprövas. Beloppen har kommit att utgöra miniminivå för att bli noterad på A:II-listan och utgör också miniminivå för att få bli OTC-noterad. Beloppen bör bestämmas så att börsstyrelsen har möjligheter till en friare bedömning. Detta är sannolikt nödvändigt för att fondbörsen skall kunna bifalla en ansökan även från små bolag som har en hög spridning av sitt aktiekapital. En ändring av de formella kraven i detta hänseende skulle inte innebära att möjligheterna för fondbörsen att garantera en sund utveckling av fondbörshandeln skulle minska. Börsstyrelsen ges genom de minskade formella kraven en friare prövningsrätt i varje enskilt fall.

Enligt EG:s huvudregel är det i stället för aktiekapitalet eller det egna kapitalet marknadsvärdet på de aktier som inregistreringen avser som är avgörande. Initialt skall regeln tillämpas så att marknadsvärdet på aktierna vid inregistreringstillfället måste uppgå till motvärdet i nationell valuta av 1 miljon ECU enligt den kurs som gällde vid den tid då direktivet antogs (i maj 1989 drygt 7 miljoner SEK). Förändras motvärdet så att det stadigvarande avviker med minst 10 % i jämförelse med 1 miljon ECU under en period av ett år måste medlemsstaten inom tolv månader därefter ändra kravet på inregistrering, så att det på nytt uppgår till det värde i nationell valuta som motsvarar 1 miljon ECU. Inregistrering får dock i undantagsfall ske trots att marknadsvärdet inte uppgår till angivet belopp, om det står klart att det kommer att bli en tillfredsställande handel i aktien. Kan inte marknadsvärdet på aktierna uppskattas skall värdet i stället gälla företagets balansomslutning för det senaste räkenskapsåret.

De svenska reglerna bör även i detta hänseende anpassas till EG-reglerna.

För att kurssättningen skall bli tillförlitlig krävs att affärer med aktierna kommer till stånd vid fondbörsen något så när regelbundet. För att till-

godose detta krav bör fordras en viss spridning av bolagets aktier. Gällande spridningskrav knyter som tidigare nämnts an till börspostbegreppet. För A:I-listan krävs minst 1 000 börspostägare och för A:II-listan minst 400 börspostägare. Dessutom gäller att högst 90 % av aktierna får ligga hos en ägare eller en grupp av ägare. Spridningskravet skall vara uppfyllt senast då beslut om inregistrering fattas. I inregistreringsärendet presenteras ett spridningsintyg, vanligtvis utfärdat av en bank.

Även här bör en anpassning till EG ske. Tillräcklig spridning anses enligt EG-reglerna vara för handen om minst 25 % av det tecknade kapitalet är spritt till allmänheten eller om det finns ett stort antal aktier, som har en något lägre spridningsgrad, när det ändå kan förväntas förekomma en tillfredsställande handel i aktien.

En anpassning till EG-reglerna när det gäller kraven för inregistrering av aktier förbättrar börsstyrelsens möjligheter att friare avgöra vilka bolags aktier som kan bli föremål för registrering. Någon EG-regel om fördelning av aktierna på olika listor finns inte. Avgörandet för vilka aktielistor som skall förekomma på fondbörsen bör därför ankomma på fondbörsen.

EG:s krav på information från börsbolagen är utformade som föreskrifter. Det är således inte möjligt för företagen att själva påverka dessa bestämmelser. I Sverige regleras informationskraven däremot av inregistreringskontraktet som är ett civilrättsligt avtal. Någon möjlighet för fondbörsen att ensidigt tvinga fram en förändring av avtalets innehåll finns inte.

Under vårt arbete har därför fråga uppkommit om innehållet i informationsskyldigheten i framtiden borde fastställas i annan ordning, t.ex. i lag eller av ett organ som bankinspektionen på grund av delegering i lag. Detta skulle innebära att kontraktet förlorade sin civilrättsliga status som ett avtal mellan två parter. Även en tredje möjlighet kan diskuteras, nämligen att bankinspektionen ensidigt skulle äga rätt att fastställa föreskrifter om informationsskyldighet, ifall parterna inte kan enas.

Väljer man en modell som innebär att föreskrift om informationsskyldighetens innehåll meddelas i lag medför det den fördelen att lagstiftaren ges en direkt möjlighet att påverka innehållet och tidpunkten när förändringar skall genomföras i kontraktet. Mot dessa fördelar bör dock ställas det förhållandet att införandet av en dylik ordning skulle innebära ett avsteg från en av grundprinciperna vid reglering av värdepappersmarknaden, nämligen att detaljerade regler som snabbt bör anpassas till nya förhållanden bör utarbetas så nära marknaden som möjligt och gärna i samarbete med organisationer för marknaden. Huvudansvaret för den regelskapande verksamheten i nu aktuellt avseende torde därför ur effektivitetssynpunkt även i fortsättningen böra förläggas till marknaden.

I EG:s första börsdirektiv framgår av artikel 3 att medlemsstat i EG ansvarar för att de krav för inregistrering av värdepapper som ställs upp i direktivet blir uppfyllda av börsen och av emittenterna. Medlemsstaten skall enligt artikel 9 utse en eller flera institutioner som har att tillse att de föreskrifter som ställs upp i direktivet fullföljs i medlemslandet. Det är således inte möjligt för emittenterna själva att påverka innehållet i de

uppställda föreskrifterna om information från börsbolagen. I vårt förslag strävar vi efter att åstadkomma en harmonisering med de regler som ställts upp inom EG. Vi har funnit att det även inom detta område är önskvärt med en anpassning till de gällande EG-reglerna.

En anpassning till EG:s krav på detta område skulle kunna vara att föreskriva att börsen själv – i detta fall börsstyrelsen – som behörig institution ensidigt fick bestämma innehållet i inregistreringskontraktet. En sådan ordning skulle dock innebära att det värdefulla samarbetet mellan fondbörsen och näringslivet i dessa viktiga frågor kunde gå förlorat. Viljan och intresset för den självreglering som hitintills förekommit på detta område skulle också med stor sannolikhet minska avsevärt vid en sådan förändring, vilket i sin tur skulle kunna skada förtroendet för marknaden.

För att finna en lösning som är anpassad till EG:s krav bör enligt vår mening i stället bankinspektionen – efter delegation från regeringen med stöd av ett av riksdagen meddelat bemyndigande – ges möjlighet att medverka vid kontraktsförändringar dels för att kunna eventuellt påskynda en förändring och dels för att vid behov kunna påverka innehållet i kontraktet, om det inte skulle överensstämma med de krav som t.ex. uppställs i liknande sammanhang inom EG. Vi föreslår därför att bankinspektionen ges möjlighet att i dylika fall påkalla samråd med parterna om kontraktets innehåll. Denna möjlighet skall dock inte utnyttjas schablonmässigt vid varje förändring av kontraktet utan endast när särskilda skäl föreligger, t.ex. för att åstadkomma en nödvändig anpassning till internationella förhållanden. Bankinspektionen bör också i ytterlighetsfall, där enighet inte kunnat nås mellan parterna och en förändring är angelägen, ges rätt att ensidigt fastställa informationsskyldighetens innehåll.

Särskilt om prissättnings- och tilldelningsförfarandet vid marknadsintroduktioner

Börsintroduktion av aktier föregås ofta av en emission eller en utförsäljning av befintliga aktier till en vidare krets. Tid efter annan har det visat sig att prissättningen varit mycket gynnsam för dem som lyckats få tilldelning av aktier i samband med en sådan händelse. I anledning härav har kritik riktats mot formerna för tilldelningen.

Enligt 4 kap. aktiebolagslagen gäller bl.a. följande. Beslut om ny- eller fondemission fattas av bolagsstämman. Styrelsen kan dock besluta om nyemission under förutsättning av bolagsstämmans godkännande. Vidare kan bolagsstämman bemyndiga styrelsen att fatta beslut om nyemission i den mån emissionen kan ske utan ändring i bolagsordningen. Vid nyemission, där de nya aktierna skall betalas med pengar, har aktieägarna företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de sedan förut äger, om annat inte bestämts i emissionsbeslutet. Om förslaget till beslut om nyemission innebär avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, skall skälen till avvikelsen anges i förslaget eller i den handling som fogats vid förslaget. Beslutet om nyemission skall bl.a. innehålla dels den företrädesrätt att

teckna aktier som tillkommer aktieägarna eller annan eller vem som annars får teckna aktier, dels den beräkningsgrund enligt vilken vid överteckning de aktier som inte tecknats med företrädesrätt skall fördelas, om ej föreskrift meddelas att fördelningen skall bestämmas av styrelsen, samt dels aktiernas nominella belopp och det belopp som skall betalas för tecknad aktie.

Skyldighet att upprätta emissionsprospekt inträder då ett aktiebolag av viss storlek eller ett försäkringsaktiebolag eller ett bankaktiebolag eller en aktieägare offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva aktier, teckningsrätter, vissa skuldebrev, optionsbevis eller vinstandelsbevis i bolaget. Bestämmelserna om emissionsprospekt gäller i fråga om aktiebolag som enligt 10 kap. 3 § andra eller fjärde stycket aktiebolagslagen är skyldigt att ha auktoriserad revisor. Sådan skyldighet föreligger om

1. tillgångarnas nettovärde enligt fastställda balansräkningar för de senaste två räkenskapsåren överstiger 1 000 gånger basbeloppet enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring för den sista månaden av respektive räkenskapsår, eller
2. antalet anställda hos bolaget under de senaste två räkenskapsåren i medeltal överstigit 200, eller
3. bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs.

När en aktieägare i ett sådant bolag eller ett bankaktiebolag ämnar göra en utförsäljning av aktier, teckningsrätter, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, teckningsoptioner och vinstandelsbevis under sådana former att prospektskyldighet inträder är han skyldig att underrätta styrelsen om detta. Det är sedan styrelsen som upprättar och ansvarar för iordningställandet av emissionsprospekt. Upprättande av särskilt emissionsprospekt torde dock inte krävas i den situationen att en aktieägare i ett bolag som redan är börsintroducerat i samband med en nyemission låter försälja en betydande del av sina teckningsrätter. Bolaget är i det fallet skyldigt att ändå ge ut prospekt med anledning av emissionen.

En väl fungerande andrahandsmarknad för aktier är ett viktigt led i bolagens möjligheter att skaffa nytt kapital. Allmänhetens vilja att satsa kapital i bolagen är beroende av dess förtroende för aktiemarknaden. Om inte tilldelningen av aktier och andra fondpapper vid emissioner sker på ett godtagbart sätt kan allmänhetens intresse för aktiemarknaden komma att avta. Detta är inte en önskvärd utveckling.

Det är också viktigt att en inbjudan om att få förvärva aktier och andra fondpapper från en aktieägare som riktar sig till en vidare krets sker på ett godtagbart sätt.

I anledning härav har vi ansett det angeläget att söka komma till rätta med de avarter som förekommit på detta område. Vi har inriktat våra ansträngningar både på att söka en lösning som har att göra med prissättningen och med tilldelningsförfarandet. Om prissättningen är mer anpassad till marknadspriset än som ofta är fallet minskar enligt vår mening intresset

för att gynna vissa personer framför andra vid tilldelningen. Å andra sidan kan ett för högt pris komma att äventyra hela emissionen eller utförsäljningen. Klart är dock att det förekommit introduktionspriser som varit alltför låga i förhållande till marknadsvärdet vilket lett till omotiverat stora förmögenhetsöverföringar till sådana personer som på grund av personliga kontakter kunnat få en större tilldelning än som kan anses överensstämma med god sed på detta område.

Utomlands finns olika metoder för att minska storleken av sådana förmögenhetsöverföringar. Ett sätt är att sätta introduktionskursen så sent som möjligt. Andra sätt är att placerarna får avlämna bud på antal aktier och pris. Motsvarande belopp måste samtidigt betalas. Om introduktionskursen blir lägre än budet återbetalas mellanskillnaden. Ytterligare andra metoder är att emissionen görs i två steg, varvid en mindre del aktier emitteras i det första steget. Innan det andra steget tas, dvs. när huvuddelen av emissionen görs, har marknaden redan kunnat ange var marknadsvärdet på aktierna ligger och emissionskursen kan då fastställas med utgångspunkt i detta värde.

Oavsett vilken av dessa metoder man väljer så blir risken för att emissionen eller utförsäljningen äventyras större än om det nuvarande systemet med stora rabatter bibehålls. Detta kan föra med sig dels att bolaget inte får in det kapital det räknat med eller att den tilltänkta spridningen av fondpapperen inte uppnås och dels att den eller de fondkommissionärer som garanterat emissionen eller utförsäljningen drabbas av förluster. En förändring som innebär att någon myndighet eller annan utomstående får ett bestämmande inflytande över kursen skulle möjligen kunna leda till att dessa rabatter minskas. Å andra sidan skulle det kunna leda till att emissionen eller utförsäljningen misslyckas. Tveksamhet skulle då uppstå om vem som skulle bära det ekonomiska ansvaret för ett sådant misslyckande. Vi anser mot bakgrund härav det inte vara lämpligt att introduktionskursen blir föremål för någon förhandsgranskning av någon myndighet eller annan utomstående institution. Däremot bör det ställas upp ett krav på att underlaget för fastställande av kursen tas in i introduktionsprospektet. Därmed kan en granskning ske av att underlaget fyller de krav som investerarna bör ha rätt att ställa för att de skall kunna göra en välgrundad bedömning av erbjudandet. I fortsättningen diskuteras frågan om fördelningsprinciperna vid tilldelning.

Bankinspektionen utgav i maj 1983 en cirkulärskrivelse angående tilldelning av aktier i samband med introduktion av bolag för registrering på Stockholms fondbörs. I början av 1983 anmodade inspektionen samtliga fondkommissionärer att inkomma med en redogörelse för hur tilldelning skett vid de introduktioner på Stockholms fondbörs som fondkommissionären medverkat vid under de två senaste åren och vilka principer som fondkommissionären tillämpat eller framgent avsåg att tillämpa. Bakgrunden till inspektionens förfrågan var några nyintroduktioner av företag på Stockholms fondbörs och det förväntade ökade intresset att teckna nya aktier samt en mycket kraftig kursuppgång vid introduktioner.

I skrivelsen diskuterar inspektionen olika fördelningsprinciper. Enligt inspektionens uppfattning bör, om en fondkommissionär medverkade vid introduktioner, framgå vilka kategorier man avser att tilldela aktier. Det bör vidare i prospektet anges i vilken omfattning och efter vilka fördelningsgrunder som aktier kommer att tilldelas t.ex. företagets anställda, företag som man vill knyta till sig, kunder till fondkommissionärerna eller där anställda. Om avsikten är att tilldela vissa kategorier mer än en post bör skälet härför anges i prospektet.

Inspektionen avvisade i skrivelsen tanken att introduktionen skulle ske i två steg, ett första där fondkommissionären själv eller via något närstående bolag medverkar till att ett begränsat antal personer får tilldelning till en förmånlig kurs och därefter i ett andra steg tilldelning sker till en större krets men där kursen är mindre förmånlig. När det gällde tilldelning till anställda och till närstående företag uttalade inspektionen att poster som reserveras för sådana kategorier bör avse endast en mindre del av emissionen högst 10 %. Inspektionen ansåg vidare att intresset av objektivitet och likabehandling bäst blev tillgodosett vid lottning, men att huvudinvändningen mot en sådan fördelningsprincip är att det kan gynna korttidsspekulationer.

Sammanfattningsvis ansåg inspektionen att problemet med tilldelning främst förelåg vid överefterfrågan, förorsakad av det rådande börsläget i förening med försiktigt avvägda emissionskurser. Inspektionen ansåg sig inte kunna rekommendera att någon av de rekommenderade fördelningsmetoderna tillämpas renodlat eller att någon av dem helt utesluts. Avslutningsvis anförde inspektionen följande:

> Såvitt inspektionen kunnat finna skulle emellertid i många fall metoden att fördela aktierna bland det emitterande bolagets och/eller fondkommissionärens kända kunder vara den som ger anledning till minst invändningar. Därvid bör i så fall iakttagas, att större delen, minst 90 procent av de emitterade aktierna, reserveras för denna fördelning, att varje post blir jämförelsevis liten, 10–50 aktier, och antalet poster följaktligen förhållandevis stort samt att varje tecknare, privatperson eller institution, får högst en post vardera. En skälig andel, förslagsvis en fjärdedel av samtliga aktier bör tillhandahållas övriga fondkommissionärer för fördelning bland deras kunder efter nu angivna riktlinjer. Kan inte samtliga aktier fördelas efter denna grund bör lottning tillgripas. Om aktierna fördelas på detta sätt och fondkommissionären iakttar vad som ovan förordats om att ge korrekt information till allmänheten och att egna anställda eller andra närstående inte gynnas obehörigen, synes berättigade invändningar inte kunna resas mot emissionsförfarandet.
>
> Såsom tidigare understrukits gäller vad som här har förordats de fall då fondkommissionärer har ett bestämmande inflytande över emissionsvillkoren och tilldelningen, inte det fallet att det emitterande bolaget självt har beslutat härom. Fondkommissionären bör emellertid verka för att bolaget så långt möjligt följer de rekommendationer inspektionen gjort. Ytterst har fondkommissionären möjligheten att vägra sin medverkan vid emissionen.

Frågor som sammanhänger med prissättning och tilldelning av aktier i samband med emissioner och utförsäljningar till allmänheten har diskuterats inom skilda organ vid fondbörsen. Bl.a. har fondbörsens etikkommitté, som utgör en arbetsgrupp under börsstyrelsen förstärkt med företrädare för andra intressen på aktiemarknaden, behandlat frågorna.

Diskussionen har föranlett börschefen att göra följande uttalande:

> Det är en given förutsättning för en väl fungerande marknad att prissättning och tilldelning vid marknadsintroduktioner behandlas så att förtroendet för marknaden ej rubbas. Närmare riktlinjer för behandlingen av dessa frågor är för närvarande under utarbetande inom bankinspektionen, Aktiemarknadsnämnden och Svenska Fondhandlareföreningen.
>
> Tilldelningen av aktier i samband med marknadsintroduktioner har i flera fall uppfattats som orättvis. En utväg att begränsa tilldelningsproblemet är att bestämma introduktionskursen så nära det förväntade marknadsvärdet som möjligt. Det bör vara en strävan att åstadkomma en sådan ordning.
>
> Understrykas bör att under alla förhållanden tilldelning vid överteckning hanteras så att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden ej skadas. Tilldelning till personal hos fondkommissionär som medverkar i marknadsintroduktioner eller till portföljförvaltare eller personer i liknande ställning hos olika placerande institutioner bör ej förekomma eller i vart fall präglas av stor restriktivitet.
>
> Från fondbörsens synpunkt är informationen vid marknadsintroduktioner särskilt viktig. I emissions- och utförsäljningsprospekt bör detaljerad information lämnas om vilka principer för tilldelningen som kommer att tillämpas. Det emitterande bolaget bör, sedan introduktionen genomförts, i sammandrag offentliggöra resultatet av tilldelningen. Fondbörsen kommer att vid behandlingen av inregistreringsärenden bedöma bolagens information i dessa avseenden.

Även Svenska Fondhandlareföreningen har gjort ett uttalande angående marknadsintroduktioner. Uttalandet innehåller riktlinjer om vad medlemsföretagen bör iaktta i sådana fall. Uttalandet gjordes den 8 juni 1989. Rekommendationen avser spridning av aktier i samband med offentligt erbjudande till allmänheten att förvärva aktier och de inskränkningar som gäller i fråga om tilldelning har avseende på fall då erbjudandet blivit övertecknat. Uttalandet omfattar sex punkter vilka här redovisas i sin helhet.

1. Tilldelningsprinciperna för varje enskilt fall skall anges i det prospekt som utfärdas med anledning av det offentliga erbjudandet. I prospektet bör tydligt anges vad som skall gälla i fråga om tilldelning när överteckning skett. Det medlemsföretag vilket fungerar som emissionsinstitut eller rådgivare inför en marknadsintroduktion måste således se till att dessa uppgifter på ett tydligt sätt tas in i prospektet.
2. Särskild restriktivitet skall gälla vid tilldelning av aktier till sådan personal hos berörd fondkommissionär som arbetar inom avdelning eller liknande, vilken handlägger marknadsintroduktioner (avd. för corporate finance eller liknande). Om ledningen över huvud taget anser det förenligt med företagets policy att ge tilldelning till sådana

personer skall de kunna få tilldelning förutsatt att fondkommissionärens uppdragsgivare (emittenten) särskilt begärt att de skall få tilldelning, varvid de i så fall får tilldelas högst en tilldelningspost per person. I övrigt skall de inte få tilldelning. Fondkommissionär skall tillse att nu nämnda personer så långt möjligt inte regelbundet får tilldelning vid olika marknadsintroduktioner.

Vad som nu sagts om vissa anställda hos fondkommissionär skall gälla också närstående (familjemedlemmar; make och hemmavarande barn) till sådana personer. Detsamma skall gälla juridisk person med vilken den anställde har väsentlig ekonomisk gemenskap. Tilldelningen till närstående personer eller till sådana juridiska personer som nu nämnts får ske endast om den ryms inom den nedan angivna femprocentsramen.

Övriga anställda hos den som är fondkommissionär bör, förutsatt att de också är kunder hos kommissionären, i princip behandlas som andra kunder, varvid de således inte får gynnas framför övriga kunder. För att sådana anställda inte skall kunna få en oproportionellt stor tilldelning bör den sammanlagda tilldelningen till samtliga anställda hos kommissionären inte överstiga fem procent av vad som är tillgängligt för tilldelning till allmänheten, och en enskild anställd bör inte få mer än en tilldelningspost.

3. Den som i egenskap av anställd eller på annat sätt företräder någon som är kund hos en fondkommissionär skall inte i denna sin egenskap få tilldelning av aktier vid marknadsintroduktion. Sådan person som själv är kund hos fondkommissionärer skall dock i tilldelningshänseende behandlas som varje annan kund, dvs. utan att gynnas särskilt framför övriga kunder. Till undvikande av påståenden att sådana personer skulle få otillbörliga förmåner bör tilldelning till dem normalt begränsas till en tilldelningspost, även om övriga kunder skulle få flera poster.
4. Vid en aktiespridning är priset på aktien självfallet av mycket stor betydelse. Uppgifter om detta i det prospekt som utfärdas är därför av central betydelse för den som på grund av prospektet skall bedöma erbjudandet att förvärva aktier. För att bl.a. erhålla en god aktiespridning i olika marknadssituationer har det regelmässigt varit anledning att sätta priset under det marknadsvärde som bedömts komma att gälla för aktien. En sådan prissättning torde vara ofrånkomlig. Det kan dock konstateras att skillnaden mellan pris och marknadsvärde generellt sett fortlöpande minskat under 1980-talet. Avgörande måste emellertid vara marknadsförutsättningarna och de slutsatser beträffande prissättningen som tidigare ägare av bolaget i varje enskilt fall drar.

   Fondhandlareföreningens medlemmar bör mot bakgrund av det nu sagda i egenskap av emissionsinstitut eller rådgivare i prissättningsfrågor sträva efter att skillnaderna mellan introduktionspris och marknadsvärde inte blir större än vad som är nödvändigt för att tillgodose syftet med marknadsintroduktionen.
5. För att ge så goda förutsättningar som möjligt för en riktig prissättning, bör värdering av företaget göras och beslut i prisfrågan fattas i ett så sent skede som möjligt.

   Eftersom såväl presentation av värderingen som uppgift om priset regelmässigt ingår i prospektet bör – såsom regelmässigt torde ske – värdering utföras och prisbeslut fattas i så nära anslutning till färdig-

ställande av prospektet som möjligt.

6. Vid tillämpning av såväl det ovan sagda som vad i övrigt gäller i dylika fall måste hänsyn tas till att den slutliga beslutanderätten rörande villkoren för en marknadsintroduktion alltid tillkommer tidigare aktieägare. I sin egen direkta verksamhet vid introduktioner liksom i sin rådgivande verksamhet bör emellertid fondkommissionär iaktta det ovan sagda. Om detta i enskilt fall frångås, måste fondkommissionären ha fullgoda skäl för detta.

Som framgått ovan föreslår vi att börsstyrelsen skall godkänna ett introduktionsprospekt med däri ingående revisionsberättelse innan inregistrering får ske.

De minimiuppgifter som skall finnas i ett introduktionsprospekt anges i dag genom en hänvisning till vissa av aktiebolagslagens regler om emissionsprospekt. Ett emissionsprospekt skall innehålla balansräkningar avseende de tre senaste räkenskapsår för vilka årsredovisning och revisionsberättelse avgivits, resultaträkningar för dessa tre räkenskapsår m.m. Vissa uppgifter i emissionsprospektet skall granskas av bolagets revisorer. Revisorernas berättelse skall intas i emissionsprospektet.

Däremot finns i dag inga formella krav på att det i introduktionsprospektet skall anges utifrån vilka principer fördelningen av fondpapper skall ske om börsintroduktionen görs i samband med en emission eller en utförsäljning. Om krav upprätthålls att även denna för börsintroduktionen väsentliga uppgift skall tas med i introduktionsprospektet kan börsstyrelsen som ett led i granskningen av prospektet även pröva villkoren såvitt gäller fördelningsprincipen. Även emissionsprospekt som upprättas i anledning av att en aktieägare i ett börsbolag säljer ut sina aktier, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, teckningsoptioner och vinstandelsbevis bör bli föremål för granskning av styrelsen för den börs där aktierna är inregistrerade.

Börsstyrelsens kontroll av fördelningsprincipen bör gå ut på att den överensstämmer med god sed på aktiemarknaden. Genom att börsstyrelsen ges en sådan uppgift markeras betydelsen av att bolagen iakttar en hög etisk standard på detta område. Det mer konkreta innehållet i en sådan prövning får bedömas utifrån den praxis börsstyrelsen själv bidrar med och de uttalanden i denna eller närliggande frågor som görs av bankinspektionen, Svenska Fondhandlareföreningen, Aktiemarknadsnämnden och Näringslivets börskommitté.

Vi föreslår således att det förutom vad som gäller i dag i introduktionsprospektet dels presenteras ett underlag för kursens fastställande, dels anges efter vilka principer fördelningen av aktier m.m. skall ske, om börsintroduktionen görs i samband med en emission eller utförsäljning, och att underlaget för fastställandet av kursen och principerna för tilldelningen liksom prospektets innehåll i övrigt skall godkännas av börsstyrelsen. Vi föreslår vidare att det emissionsprospekt som upprättas i anledning av en aktieägares utförsäljning av börsregistrerade fondpapper skall innehålla samma uppgifter och bli föremål för en motsvarande granskning.

I avsnitt 13.6.1 har vi diskuterat bankinspektionens övervakande roll när det gäller börsetik.

7.4.2.3 Inregistrering av andra aktierelaterade instrument

Enligt det förslag som lagts fram i avsnitt 6.2.6 bör fondbörsen ha en dominerande ställning förutom inom handeln med aktier även inom handeln med vinstandelsbevis och andra aktierelaterade instrument som utgivits av bolagen och som innefattar en rätt att nu eller i framtiden bli delägare i bolaget. Till sistnämnda grupp hör emissionsbevis, interimsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, teckningsoptioner samt vinstandelsbevis.

Emissionsbevis som grundas på innehav av aktier i bolag vars aktier är inregistrerade på fondbörsen anses enligt 16 § förordningen om Stockholms fondbörs som inregistrerade om börsstyrelsen inte bestämmer annat. Detsamma gäller interimsbevis som utfärdas i samband med konvertering av konvertibla skuldebrev. Det är i dag inte tillåtet att inregistrera konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelsbevis som har givits ut av bolag vars aktier inte är inregistrerade vid fondbörsen. Fristående teckningsoptioner går inte att inregistrera.

Som framgått av avsnitt 7.4.2.2 föreslår vi en något utvidgad möjlighet att låta inregistrera aktier vid Stockholms fondbörs. Därmed vidgas också möjligheten att inregistrera konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis. Något behov av att dessutom öppna en möjlighet att inregistrera t.ex. konvertibla skuldebrev som givits ut av ett bolag vars aktier inte är inregistrerade synes inte föreligga. Kurssättningen på konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning är till stor del beroende av aktiekursen. Om aktien inte handlas på fondbörsen men däremot konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning torde det vara svårt att få någon uppfattning om prissättningen på de aktierelaterade instrumenten är realistisk. Fondbörsens kursövervakande funktion skulle därmed försvåras. Den princip som gäller i dag, nämligen att aktierelaterade instrument får inregistreras endast under förutsättning att det utgivande bolagets aktier är inregistrerade, bör mot bakgrund av vad som sagts gälla som huvudregel även i fortsättningen. Därutöver föreslår vi att teckningsoptioner får inregistreras under samma förutsättningar. Samma huvudregel gäller inom EG. Där har dock införts en möjlighet till undantag från huvudregeln. Undantag kan medges av behörig institution om den finner att innehavarna av instrumenten har tillgång till tillräcklig information för att kunna bilda sig en uppfattning om värdet av de aktier som dessa instrument är relaterade till.

Med hänsyn till de svårigheter och risker som är förknippade med kurssättningen på dessa aktierelaterade instrument ifall den underliggande aktien inte är föremål för officiell kursnotering talar starka skäl för att avstå från införandet av en undantagsbestämmelse. Vi föreslår att handeln med OTC-

och O-listornas aktier övergångsvis får fortsätta på börsen även om de ej är inregistrerade men i så fall läggs under börsstyrelsens ansvar. Därmed kommer den handeln i huvudsak att styras av samma regelsystem som handeln med inregistrerade aktier. Om ett OTC- eller O-listenoterat bolag ger ut konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelsbevis bör dessa, utan att det uppstår några negativa konsekvenser, kunna inregistreras vid fondbörsen. Även teckningsoptioner bör få inregistreras om bolagets aktier är noterade på OTC- eller O-listan. Vi föreslår därför ett undantag från huvudregeln med detta innehåll.

Frågan om inregistrering vid Stockholms fondbörs av utländska fondpapper behandlas i avsnitten 2.7.1.2 och 2.7.2.2 samt 16.1 i specialmotiveringen till 26 § i vårt förslag till lag om börs- och clearingverksamhet.

7.4.3. Inregistrering vid andra börser

Som tidigare framhållits bör börsverksamhet med aktier och aktierelaterade instrument i princip vara förbehållet Stockholms fondbörs. Frågor som rör inregistrering av aktier m.m. kommer därför i praktiken endast att handläggas av fondbörsen. Trots detta måste från lagteknisk synpunkt kraven på inregistrering gälla generellt. Det framstår som naturligt att samma regler för inregistrering skall gälla oberoende av till vilken börs ansökan görs. Detta innebär att vissa formella krav vad gäller inregistrering av fondpapper, såsom krav på marknadsvärde, spridningsgrad, historiska uppgifter, godkännande av introduktionsprospekt m.m., tas in i den lag som generellt reglerar börs- och clearingverksamheten. Även när det gäller emittenternas informationsskyldighet, bör systemet utformas på samma sätt som gäller för Stockholms fondbörs. Det skall således i lag slås fast att utgivare av fondpapper skall utfästa sig att offentliggöra upplysningar om verksamheten. Denna utfästelse skall alltså göras i ett inregistreringskontrakt av den typ som gäller vid Stockholms fondbörs.

Enligt EG:s regler ankommer det på medlemsstaterna att se till att de föreskrifter som ges i de tre börsdirektiven följs. Det är således inte möjligt för emittenterna inom EG att själva påverka innehållet i de uppställda föreskrifterna. Som påpekats anser vi att systemet med inregistreringskontrakt bör bibehållas och tillämpas, inte bara av Stockholms fondbörs utan också av andra börser. Vi har därför funnit att en fullständig anpassning till EG:s regelsystem inte är lämplig på detta område. Det bör dock i undantagsfall finnas en möjlighet till statligt ingripande i dessa frågor. Vi föreslår därför att regeringen eller, efter regeringens bemyndigande, bankinspektionen får rätt att undantagsvis meddela föreskrifter om informationsskyldighetens innehåll. Ett sådant undantagsfall är om självregleringen inte leder till en lämplig harmonisering med internationella förhållanden.

7.5 Övergångsförhållanden

Frågan om en aktie är inregistrerad eller ej har betydelse i förmögenhets- och arvsskattehänseende. Aktier som noteras på inländsk eller utländsk börs eller andelar i aktiefonder tas vid beskattningstillfället upp till 75 % av det noterade värdet. Aktier som, utan att vara börsnoterade, är föremål för marknadsmässig omsättning med regelbundna noteringar om avslut tas upp till 30 % av det noterade värdet. Finns i ett bolag skilda aktieslag, av vilka ett eller flera är börsnoterade, skall de aktier som inte är noterade tas upp till samma värde som de noterade aktierna. Är flera aktieslag noterade skall de ej noterade aktierna tas upp till samma värde som de noterade aktierna med den lägsta kursen. Aktier som inte är föremål för notering skall vid förmögenhetsbeskattning och arvsbeskattning tas upp till det pris som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden.

En ändring i riktning mot att de OTC- och O-listenoterade aktierna inregistreras vid fondbörsen skulle således medföra en avsevärd skärpning i förmögenhets- och arvsskattehänseende. Detta kan innebära att en inregistrering av aktierna skulle av bolagets styrelse bedömas som mindre önskvärd. Främst gäller det bolag där aktierna till största delen är placerade på en eller ett fåtal händer.

Skattekonsekvenserna torde för vissa bolag få den betydelsen att de inte ansöker om inregistrering. Detta för med sig att ändringsförslaget inte får de omedelbara positiva effekter för fondbörsens ställning som eftersträvas. Önskemålet att lägga även den i dag ej inregistrerade delen av aktiehandeln som sker i börshuset under fondbörsens ansvarsområde kan därmed inte tillgodoses enbart genom att man minskar de formella kraven för inregistrering. För detta krävs att skattereglerna utformas så att själva inregistreringen inte påverkar skatten. Enligt vår mening bör, som framgår av avsnitt 5.8, av rättviseskäl inplacering på en viss kurslista inte tillmätas avgörande betydelse vid beskattningen.

Kraven på information från bolag med aktier som noteras på OTC- och O-listorna är i princip desamma som för börsbolag och handeln går till på samma sätt som för många av börsbolagen. Eftersom det i praktiken således inte är någon större skillnad på handeln med inregistrerade aktier och aktier noterade på OTC- eller O-listorna bör handeln med sistnämnda aktier få fortgå på i princip samma sätt som sker nu till dess skattefrågan fått en lösning.

Ansvaret för handeln med aktier på OTC- och O-listorna bör dock regleras något annorlunda. Den osäkerhet som hos allmänheten finns i fråga om börsstyrelsens ansvar beträffande denna handel bör icke tillåtas bestå, särskilt som den skulle förstärkas när aktierna på OTC- och O-listorna förs in i SAX-systemet. Som tidigare framgått är handeln med dessa aktier till sin uppbyggnad så likartad den som sker med inregistrerade aktier att handeln naturligt hör hemma under börsstyrelsens ansvarsområde. Övervägande skäl talar därför för att redan nu ställa även denna handel under börsstyrelsens ansvar.

På grund av det anförda föreslår vi särskilda övergångsbestämmelser till den av oss föreslagna lagen om börs- och clearingverksamhet för att reglera den nu aktuella frågan. Dessa bör utformas så att handeln med de företags aktier som är noterade på OTC- eller O-listorna vid lagens ikraftträdande skall ligga under börsstyrelsens ansvar och att de regler som gäller för handel med inregistrerade aktier skall gälla även för denna handel. Övergångsbestämmelsen skall gälla intill dess att nämnda företag skrivit under inregistreringskontraktet med fondbörsen.

Handel med aktier som är noterade på den inofficiella listan, dvs. sådana bolag som inte accepterat kraven för notering på O-listan, förekommer i dag i börshuset. Det gäller aktier som noteras som övriga inofficiellt noterade aktier och aktier som förekommer på den s.k. C-listan. Handeln särskilt med sistnämnda aktier är sporadisk. Handeln med dessa bolag omfattas inte av våra förslag och skall inte heller i framtiden omfattas av börsstyrelsens övervakning. I stället bör som vi föreslår i avsnitt 9.6 bankinspektionen övervaka handeln. För att uppnå klarhet om var ansvaret för handeln med här avsedda aktier skall ligga bör den enligt vår mening inte fortgå i börshuset. Börsombuden bör därför förbjudas att göra affärer i dessa aktier i fondbörsens lokaler. Programmen för handel i SAX-systemet bör inte heller omfatta sådana aktier. Sådana begränsningar har emellertid karaktär av ordningsregler och det bör därför ankomma på börsstyrelsen att ta egen ställning i denna fråga.

7.6 Konsekvenser av förslaget såvitt avser aktier noterade på OTC- och O-listorna

Vårt förslag innebär att efter lagens ikraftträdande ansvaret för handeln med de företags aktier som vid ikraftträdandet är noterade på OTC- och O-listan tillkommer börsstyrelsen och att några nya bolag inte därefter kan noteras på dessa listor. Avsikten är alltså att OTC- och O-listan successivt skall avvecklas alltefter det att nämnda företag skrivit under inregistreringskontraktet.

Efter lagens ikraftträdande skall alltså handeln med OTC- och O-listenoterade aktier få fortgå på samma sätt som gäller i dag med den redan angivna skillnaden att börsstyrelsen skall ha ansvar för handeln. Detta innebär att handeln vid fondbörsen med OTC- och O-listenoterade aktier bara får ske genom börsombud. Börsstyrelsen skall följa kursbildningen och se till att handeln sker under ordnade förhållanden. Bolagen skall vara skyldiga att lämna fondbörsen de upplysningar om verksamheten som krävs och börsstyrelsen skall i administrativ ordning kunna avföra ett bolags aktier från notering på OTC- eller O-listan. De regler om börsstopp, börsstängning, uttagande av avgifter av emittenter, tillsyn, tystnadsplikt och disciplinärenden som gäller för handeln med inregistrerade aktier bör göras tillämpliga även i handeln med OTC- och O-listenoterade aktier.

8 Handelsregler för fondpapper och andra finansiella instrument

8.1 Direktiven

I tilläggsdirektiv 1988:27 har vi fått uppgiften att se över även optionsmarknadens organisation. Vidare sägs att kommittén därvid är oförhindrad att föreslå de handelsregler som behövs utifrån den organisation som kommittén föreslår. I detta kapitel utvecklas frågan om handelsregler närmare.

8.2 Den legala ramen

Det finns, som tidigare på olika håll utvecklats, ett relativt omfattande regelsystem för fondbörsverksamhet och för värdepappersmarknaden över huvud taget. De centrala lagarna på området är lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden (värdepappersmarknadslagen), fondkommissionslagen (1979:748) och lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs. Dessa lagar har tillkommit för att trygga en sund utveckling av handeln med aktier och andra fondpapper. Bankinspektionen har att tillse att bestämmelserna i värdepappersmarknadslagen och fondkommissionslagen följs av marknadens aktörer, medan handeln vid Stockholms fondbörs övervakas av fondbörsen, som i sin tur står under bankinspektionens tillsyn.

Den lagstiftning som reglerar handeln med värdepapper har emellertid tillkommit innan börshandel med t.ex. standardiserade optioner och terminer introducerades i vårt land. Lagstiftningen saknar därför ofta bestämmelser som är direkt tillämpliga på dessa och andra nya finansiella instrument.

Det torde vara en allmänt vedertagen uppfattning att det för kapitalmarknaden är av stor betydelse att handeln med värdepapper sker under ordnade former och med iakttagande av god sed för att den skall omfattas av allmänhetens förtroende. Denna uppfattning torde gälla alla typer av finansiella instrument.

Genom en lagändring som trädde i kraft den 1 juli 1986 har aktieoptioner i värdepappersmarknadslagen jämställts med fondpapper. Därmed omfattas dessa optioner av insiderreglerna.

Enligt våra förslag i kap. 6 bör börsverksamhet få bedrivas, förutom av Stockholms fondbörs, även av andra organisationer som fått särskilt tillstånd. Sådan börsverksamhet skall stå under det allmännas tillsyn. Vidare föreslår vi att det även i övrigt tillskapas en legal ram för verksamheten.

Vidare skall enligt våra förslag i kap. 12 insiderreglerna gälla för alla typer av finansiella instrument. De ändringar som vi föreslår i fondkommis-

sionslagen innebär att nya finansiella instrument inordnas även i reglerna för olika kategorier av aktörer på marknaden.

Till den legala ramen hör också våra förslag om auktorisation för clearingverksamhet (kap. 6) och om inrättandet av en disciplinnämnd på värdepappersmarknaden (kap. 11).

Om våra förslag genomförs kommer det att finnas ett ramverk för handel med de nya finansiella instrumenten som i stort motsvarar vad som i dag gäller för handel med fondpapper. I fortsättningen diskuteras om det finns behov av ytterligare regler för de nya finansiella instrumenten.

8.3 Tillståndsprövning för nya finansiella instrument?

En fråga av principiellt intresse är i vilken utsträckning samhället skall bejaka resp. försöka bromsa en framtida snabb marknadsintroduktion av nya finansiella instrument. Skall nya instrument "förhandstestas" genom t.ex. studier av utländska erfarenheter innan de godkänns för bruk i Sverige? Eller bör samhället nöja sig med en mer formell förhandsprövning för att därefter ha möjlighet att ingripa korrigerande? Eller skall det anses att en kontroll i efterhand är tillräcklig? Innan dessa frågor besvaras skall först en grundläggande norm som bör gälla för all handel på värdepappersmarknaden behandlas.

8.3.1 Grundläggande krav

I 2 § värdepappersmarknadslagen finns en norm som anger hur handel med fondpapper skall gå till. Den lyder: "Handel med och förvaltning av fondpapper skall bedrivas så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras." Syftet med bestämmelsen är att öka skyddet för investerarna och att förbättra bankinspektionens möjligheter att ingripa om utvecklingen går i oönskad riktning samt att markera omsorgen om det ekonomiska systemets stabilitet. Bestämmelsen anger riktlinjer både för den som uppträder på värdepappersmarknaden och för bankinspektionens allmänna uppgift att övervaka och påverka förhållandena på marknaden samtidigt som den utgör en plattform för denna uppgift. Därmed utgör bestämmelsen också grunden för den etikskapande roll som bankinspektionen har på värdepappersmarknaden.

Konsumentskyddet inom handeln med värdepapper tillvaratas inte enbart genom bestämmelsen i 2 § värdepappersmarknadslagen. Gällande bestämmelser inom detta område är till stor del resultatet av ett lagstiftningsarbete som skett sedan 1970-talet. En av riktlinjerna för detta arbete har varit att öka allmänhetens skydd i handeln. Som exempel härpå kan nämnas reglerna i aktiebolagslagen om bolagens skyldighet att ge offentlighet åt vissa förhållanden för att tillfredsställa marknadens behov av information. Av grundläggande betydelse är också bestämmelserna i fondkommissionslagen, lagen och förordningen om Stockholms fondbörs, in-

siderlagstiftningen m.m.

Ett av de viktigaste syftena med de förslag vi lägger fram är att stärka skyddet för mindre investerare på värdepappersmarknaden. Här kan särskilt pekas på utformningen av insiderreglerna, ny börslagstiftning, omarbetningen av fondkommissionslagen och utökad informationsplikt för bolag vilkas aktier inte är inregistrerade vid fondbörsen.

I våra lagförslag fogas genomgående till begreppet fondpapper begreppet andra finansiella instrument såsom samlingsbeteckning för sådana finansiella produkter som förekommer eller kan komma att introduceras på värdepappersmarknaden och som inte ansetts kunna hänföras till gruppen fondpapper. Inom denna grupp finns t.ex. standardiserade optioner och terminer av den typ som det förekommer handel med på OM (tidigare även SOFE) och på penning- och obligationsmarknaden. Exempel på liknande finansiella instrument som inte ännu förekommer i någon omfattning i Sverige är olika kombinationer av terminer och optioner. Internationellt förekommer en omfattande handel med optioner på terminer. Den underliggande tillgången för en sådan option är alltså ett terminskontrakt som i sin tur avser t.ex. en obligation. Det är sannolikt att sådana kombinationsinstrument kommer att införas även i Sverige.

Det är av vikt att en allmän handel som sker med finansiella instrument bedrivs så att allmänhetens förtroende upprätthålls och att enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Den bestämmelse som finns i 2 § värdepappersmarknadslagen bör därför utvidgas till att omfatta inte bara fondpapper utan också andra finansiella instrument. Därmed kommer den grundsyn som bestämmelsen ger uttryck för att sätta sin prägel på hela värdepappersmarknaden.

8.3.2 Behov av ytterligare regler

I aktiebolagslagen finns ett omfattande regelverk där aktier, emissionsbevis m.m. definieras och där utförliga regler ges t.ex. för hur emissioner av aktier m.m. skall gå till. Någon i lag angiven definition finns däremot inte för t.ex. obligationer och statsskuldväxlar (jfr dock 4 § skuldebrevslagen 1936:81: "som uppenbarligen är avsedda för den allmänna rörelsen"). Värdepappersrättsligt utgörs sådana räntebärande papper av löpande skuldebrev. Andra omsättningsbara räntebärande papper såsom t.ex. marknadsbevis utgörs av enkla skuldebrev. Lagregler som rör bl.a. omsättning av skuldebrev finns i skuldebrevslagen.

Någon liknande lagstiftning finns inte för t.ex. standardiserade optioner och terminer. Sådana optioner och terminer, som förekommer vid OM och tidigare förekom vid SOFE, uppstår i princip först när avslut sker som accepteras av clearingen. Instrumenten definieras i de handelsvillkor som styr verksamheten. Handelsvillkoren utgörs av civilrättsliga avtal som utarbetats av de båda företagen efter samråd med bankinspektionen. Samrådet har hittills skett trots att det inte finns några lagbestämmelser som kräver det.

Det är med hänsyn till marknadens förmåga att utveckla och introducera

nya finansiella produkter inte möjligt att skapa lagregler som uttömmande definierar även framtida nyskapelser på detta område. En generell lagstiftning för dessa finansiella produkter motsvarande aktiebolagslagen eller skuldebrevslagen kan därför inte komma i fråga. Däremot kan man naturligtvis tänka sig att praktiska behov tvingar fram lagstiftning för enskilda typer av finansiella instrument.

På grund härav kommer de av marknaden uppställda reglerna för hur de finansiella instrumenten närmare definieras att få stor betydelse. Instrumentens konkreta utformning kan nämligen vara av grundläggande betydelse för att allmänhetens förtroende för handeln upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Det sagda talar för att det allmänna bör ges möjlighet att påverka den konkreta utformningen av nya finansiella instrument. Därmed skulle förutsättningar för trygghet och likformighet i handeln med sådana instrument jämfört med handeln med traditionella värdepapper kunna skapas. Som nämnts har bankinspektionen när det gäller den verksamhet som administreras av OM och tidigare administrerades av SOFE i praktiken fått en sådan roll. Avsaknaden av uttryckligt lagstöd när det gäller inspektionens möjlighet att påverka produkternas innehåll innebär emellertid att det finns risk för att inspektionens uppfattning inte alltid följs. Dessutom är de rådande förhållandena inte heller av rättssäkerhetsskäl tillfredsställande eftersom inspektionens möjligheter att påverka utformningen inte avgränsats i lag. Vidare är det tänkbart att det utvecklas nya finansiella instrument som skadar annan handel med värdepapper eller på annat sätt inte fyller något vettigt ändamål. Det synes därför finnas ett behov av lagstiftning i nämnt avseende. Frågan är dock vilka krav som skall ställas på dessa finansiella instrument.

8.3.3 Hur skall prövningen av nya finansiella produkter gå till?

Optionsutredningen har i sitt betänkande SOU 1988:13 föreslagit att börsverksamhet och clearingverksamhet med optioner och terminer inte får påbörjas förrän villkoren för handeln godkänts av bankinspektionen. Om det sker ändringar i eller tillägg till villkoren för handeln efter det att godkännande skett skall även ändringarna och tilläggen godkännas innan de får tillämpas i handeln. Inspektionen får godkänna villkoren – såvitt här är av intresse – endast om den standardiserade option eller termin som handeln avser inte kan antas bli till skada för det allmänna eller handeln i den underliggande tillgången. Bankinspektionens godkännande av villkoren är således enligt optionsutredningens förslag en absolut förutsättning för att handeln skall få äga rum.

I USA finns en liknande regel. Innan en börs får introducera en ny finansiell produkt krävs att den godkänns av SEC eller CFTC. För att godkännande skall få ske krävs att produkten fyller ett ekonomiskt ändamål och att handeln inte skadar allmänna intressen.

Som motivering till optionsutredningens förslag anförde utredningen följande:

En ofta framförd invändning mot handeln med standardiserade optioner och terminer är att den anses gynna spekulation. Jämförelser har gjorts med lotteri och totalisatorspel. Å andra sidan brukar också framhållas att optioner och terminer fyller en väsentlig funktion genom att komplettera marknaden för framtida leveranser och möjliggöra handel med risktagande. Enligt utredningens mening kan det vara av vikt för marknadens trovärdighet att de olika typerna av standardiserade optioner och terminer blir på något sätt auktoriserade. Endast sådana instrument som inte skadar allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången bör få förekomma på marknaden. Genom en sådan kontroll får det allmänna en möjlighet att förhindra att en marknad för osund spekulation uppstår och därigenom bör också allmänhetens förtroende för handeln stärkas.

Handeln kan också vara till skada för allmänna intressen om den option eller termin som handeln avser är baserad på en tillgång vars värde inte påverkas av grundläggande ekonomiska faktorer. Handel med sådana instrument skulle få alltför stora likheter med lotterier.

I de fall då options- eller terminskontrakten avser värdepapper, valutor, råvaror eller indexserier som är baserade på någon av dessa tillgångar torde det vara klart att man via options- och terminshandeln kan begränsa eller neutralisera den risk som ett innehav av nämnda tillgångar medför. För att marknaden skall fungera måste det dock alltid finnas någon som är beredd överta denna risk. För att handeln inte skall skada allmänna intressen bör det därför räcka att optioner eller terminer kan användas för att t.ex. minska den risk som ligger i ett värdepappersinnehav. Saknas däremot varje sådant eller liknande ändamål torde produkten knappast kunna anses ha något berättigande. För att optioner och terminer skall fylla ett berättigat ekonomiskt ändamål och därmed inte kunna antas skada allmänna intressen bör de avse en tillgång vars värde är beroende av fundamentala företags- eller marknadsekonomiska faktorer.

Det skulle också kunna tänkas att en optionsbörs önskar introducera en typ av optioner eller terminer som kan antas skada allmänna intressen även på annat sätt. Exempel härpå är optioner och terminer som innebär att man kan kringgå olika bestämmelser. Handel med optioner och terminer avseende konsumentprisindex skulle t.ex. göra det möjligt att kringgå riksbankens förbud mot realräntelån (indexlån), se 3 § i Riksbankens föreskrifter för 1988 om tillämpning av räntereglering för livförsäkringsföretag med svensk koncession enligt förordningen (1987:1202) om räntereglering för försäkringsföretag. Det kan knappast anses vara rimligt att det allmänna tillåter en handel vilken får till konsekvens att andra regler kringgås och därmed kommer att sakna innehåll i praktiken.

Enligt många bedömare har derivathandeln en positiv effekt på handeln i den underliggande tillgången genom att kursfluktuationerna minskar. Andra anser att den inte har någon mätbar effekt på kursbildningen. Enligt utredningens mening kan det emellertid inte uteslutas att det skulle kunna uppkomma en options- eller terminshandel som var skadlig för handeln i den underliggande tillgången. Ett exempel härpå skulle kunna vara derivathandel avseende aktier i ett mindre bolag. Leveranskapacitetskravet skulle då kunna leda till att större delen av aktierna blev låsta i options- eller terminshandeln och att avistahandeln därmed avstannade.

Ett annat fall då derivathandeln skulle kunna skada avistahandeln är om det tillskapades ett indexkontrakt där indexet baserades på ett fåtal mindre bolags aktier. Riskerna för manipulation av indexet genom stora köp eller försäljningar av de i indexet ingående aktierna skulle då vara alltför stora för att ett sådant indexinstrument skulle kunna godkännas. Så snart derivatinstrumenten på något sätt knyts till en underliggande tillgång med liten omsättning eller där den underliggande tillgången endast finns i en begränsad mängd eller där tillgången endast finns på ett fåtal händer är risken för störningar i avistahandeln så stor att någon derivathandel avseende sådana tillgångar inte bör tillåtas. Var gränsen skall gå är svårt att säga. En riktpunkt vad gäller aktier är enligt utredningens uppfattning att options- och terminshandeln endast bör få avse börsregistrerade aktier med en tillfredsställande ägarspridning och omsättning. Mindre obligationslån där leverans endast får ske av kontraktsobligationen synes också vara olämpliga för derivathandel.

De standardiserade optioner och terminer som är föremål för handel vid OM och tidigare handlades vid SOFE har nu funnits på marknaden en tid. Vad gäller aktieoptioner finns dessa redan nämnda i lagen om värdepappersmarknaden. Dessa och andra optioner samt terminer anses enligt bankrörelselagen och fondkommissionslagen innefatta sådana åtaganden som kan kräva kapitaltäckning. Skattelagstiftningen omfattar också dessa optioner och terminer. Vad gäller aktieoptioner bör dock framhållas att dessa i dag endast baseras på de mest omsatta aktierna. Skulle den principen frångås kan det finnas skäl att närmare granska om ägarspridningen och omsättningen är tillräckligt stor för att handel med sådana optioner bör få etableras. Aktieoptioner bör därför inte ses som en typ av finansiellt instrument som en gång för alla är godtagen. Samma sak gäller för t.ex. indexoptioner. Det skulle därför kunna finnas skäl att granska både instrument som redan förekommer och sådana som ännu inte förekommer på den svenska värdepappersmarknaden. Frågan är då i vilket skede ett sådant godkännande skall ske. Bör godkännande lämnas redan innan instrumentet används första gången eller bör det ske först sedan handeln fått en viss volym?

Initiativet till handel kan komma att tas av vem som helst, dvs. även av någon som inte står under bankinspektionens tillsyn. För att handeln skall få någon volym måste sannolikt banker och fondkommissionsbolag engageras. Handel med ett nytt instrument skulle därmed kunna förhindras genom att dessa företag förbjöds att delta i handel med finansiella instrument som inte blivit godkända av bankinspektionen. Detta skulle möjligen kunna vara en framkomlig väg. Å andra sidan finns det en viss risk för att handel med nya instrument skulle komma att ske utanför bankernas och fondkommissionsbolagens krets.

Knyts i stället kravet på godkännande till en viss minimivolym uppstår genast frågan var den volymen skall ligga och hur den skall kunna beräknas. Dessutom går det knappast att ange en enhetlig volym för alla typer av instrument.

En annan möjlighet är att kräva ett godkännande av alla finansiella

instrument som förekommer på en börs. Detta överensstämmer med optionsutredningens förslag. Svagheten med ett sådant förfarande är att det kan leda till att handel med nya finansiella instrument inte kommer att introduceras på börserna. Inte heller en sådan lösning synes vara en framkomlig väg.

Det torde i de flesta fall vara svårt att på något objektivt sätt fastställa att handel i det nya instrumentet kommer att bli "skadlig". Detta kommer i stället att visa sig i efterhand. I ett sådant fall måste det finnas möjlighet för samhället att förbjuda fortsatt handel.

Utvecklingen av nya finansiella instrument bör styras så att den inte kommer att stå i strid med den grundsyn som 2 § värdepappersmarknadslagen ger uttryck för. Den bestämmelsen skall enligt vårt förslag (se avsnitt 8.3.1) gälla för hela värdepappersmarknaden och således inte begränsas till handel som administreras av börser eller clearingorganisationer. Det framstår som naturligt att uppgiften att övervaka utvecklingen på detta område läggs på bankinspektionen. Tyngdpunkten av inspektionens tillsynsverksamhet bör ligga på efterhandskontroll med en förbudsmöjlighet. Tanken är således att en nyintroduktion på värdepappersmarknaden av ett finansiellt instrument inte skall kräva ett formellt godkännande av inspektionen. Däremot bör det vara möjligt för en börs eller en clearingorganisation eller annan auktoriserad aktör att få ett ej formaliserat förhandsbesked av inspektionen innan en introduktion sker.

Denna möjlighet sammantagen med de förslag som vi i övrigt lagt fram synes innebära ett tillräckligt konsumentskydd. Många av de nya finansiella instrument som förekommer är inte alls riktade direkt till allmänheten. Det gäller till exempel s.k. repor, swappar osv. Något behov av införandet av ytterligare skyddsbestämmelser för sådana instrument kan därför inte anses föreligga.

Den modell vi valt skiljer sig således från optionsutredningens förslag. Skillnaderna är dels att vårt förslag bygger på efterhandskontroll i stället för förhandsgodkännande och dels att vårt förslag omfattar alla typer av nya finansiella instrument och inte enbart standardiserade optioner och terminer. Ytterligare skillnader finns. Optionsutredningens förslag innebär, som nämnts, att handel med standardiserade optioner och terminer inte får förekomma om den kan antas bli till skada för det allmänna eller handeln i den underliggande tillgången. När det gäller förstnämnda rekvisit föreslår vi i stället att bankinspektionen får vid vite förbjuda den som deltar i handel med finansiella instrument av visst slag, om handeln strider mot de grundläggande krav på handel med fondpapper och andra finansiella instrument som vi angett i avsnitt 8.3.1. När det gäller det sistnämnda rekvisitet i optionsutredningens förslag föreslår vi, vilket framgår av avsnitt 8.4.8, en regel som innehåller vissa krav på hur den underliggande tillgången för standardiserade optioner och terminer måste vara beskaffad. Den regeln får anses vara en tillräcklig garanti för att handel med dessa instrument inte skall kunna bli till skada för den underliggande tillgången. Regeln fyller således samma funktion som den av optionsutredningen föreslagna.

8.4 Särskilda överväganden vad avser handelsregler för standardiserade optioner och terminer

Av de olika typer av nya finansiella instrument som förekommer är det främst standardiserade optioner och terminer som rönt störst intresse hos allmänheten. Den handeln utgör numera en ej obetydlig del av kapitalmarknaden. Det finns därför skäl att närmare utreda behovet av ytterligare skyddsregler inom handeln med dessa instrument. Dessförinnan lämnas en kortfattad presentation av optionsutredningens förslag till handelsregler för optioner och terminer samt en redogörelse för vad som hänt på detta område inom de övriga nordiska länderna.

8.4.1 Sammanfattning av optionsutredningens uppdrag och förslag till handelsregler

Optionsutredningens uppdrag innefattade fyra delar. För det första skulle utredningen kartlägga och beskriva handeln med standardiserade optioner och andra finansiella instrument. Vidare skulle utredningen sätta in handeln med nämnda instrument i ett samhällsekonomiskt perspektiv. För det tredje skulle utredningen överväga hur denna handel borde vara organiserad. Slutligen skulle utredningen lämna förslag till vilka regler som borde gälla för handeln.

Utredningens uppdrag omfattade endast den marknad för standardiserade optioner och terminer som funktionellt är organiserad i en marknadsplats och en clearingorganisation. I Sverige bedrivs sådan handel av OM. Tidigare bedrevs sådan handel även av SOFE.

Den del av betänkandet som innehåller utredningens överväganden och förslag tar först upp frågan om de samhällsekonomiska effekterna av handeln med optioner och terminer. Utredningen ansåg att det utifrån samhällsekonomiska utgångspunkter inte fanns skäl att överväga att förbjuda handeln.

När det gäller frågan om optionsmarknadens organisation lade inte utredningen fram något konkret förslag utan angav endast på anförda skäl att frågan borde överlämnas till värdepappersmarknadskommittén.

När det gällde frågan om handelsregler ansåg utredningen att det, trots att något förslag inte lades fram i organisationsdelen och trots att bankinspektionen redan i dag i praktiken har visst inflytande över handelsreglernas utformning, fanns skäl att införa en lagreglering. Utredningen föreslog därför att en särskild lag infördes – lagen om börshandel med standardiserade optioner och terminer.

Vid utformningen av lagen har utredningen utgått ifrån hur marknaden är organiserad i dag. För att den föreslagna lagen skall bli tillämplig krävs, att handeln avser standardiserade optioner eller terminer och att den är samordnad av en optionsbörs (marknadsplats) och en clearingorganisation.

Eftersom det inom denna handel finns en del speciella begrepp inleds lagen med ett antal definitioner.

Den centrala delen av lagförslaget utgörs av regler som har till syfte att ge det allmänna möjlighet att påverka villkoren för handeln. Ingen får därför påbörja optionsbörsverksamhet eller clearingverksamhet förrän villkoren för handeln godkänts av bankinspektionen. Tillägg till och ändringar i villkoren måste också godkännas av inspektionen.

För att bli godkända skall de allmänna villkoren enligt den föreslagna lagen vara utformade så att allmänhetens förtroende för den standardiserade options- och terminsmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras.

Denna grundförutsättning utgör den viktigaste normen för hur villkoren skall vara utformade. Kan inte villkoren anses uppfylla de krav som ligger i denna grundsats eller vad som i övrigt anges i lagförslaget får bankinspektionen inte godkänna villkoren.

Enligt en särskild föreskrift i lagförslaget får bankinspektionen endast godkänna villkoren om den standardiserade option eller termin som handeln avser inte kan antas skada allmänna intressen eller handeln i den underliggande tillgången. I de fall den option eller termin som handeln avser är baserad på en tillgång vars värde inte påverkas av grundläggande ekonomiska faktorer kan den antas skada allmänna intressen. Likheterna med lotterier skulle då bli alltför stora. Ett annat fall som kan antas skada allmänna intressen är om man genom optionen eller terminen kan kringgå olika bestämmelser.

Den föreslagna lagen innehåller vidare bestämmelser om verksamheten vid en options- och terminsbörs (optionsbörs). Bestämmelserna rör bl.a. notering av och information om kurser m.m.

Ledningen för optionsbörsen skall enligt förslaget övervaka och kontrollera den dagliga handeln. I detta ligger en skyldighet att vaka över att felaktigheter i kursbildningen förhindras. Målsättningen skall därvid vara att prisbildningen skall grundas på marknadsmässiga förhållanden.

I lagförslaget finns också bestämmelser om börsstopp. Ledningen för en optionsbörs får stoppa handel och notering i fråga om optioner och terminer av visst slag, om särskilda skäl föreligger. Särskilda skäl att avbryta handeln kan föreligga om indexvärden inte finns att tillgå kontinuerligt eller om prissättningen på derivatmarknaden rör sig så snabbt att en ordnad handel inte kan upprätthållas. Utredningen framhåller i detta sammanhang att det är av vikt att tillämpningen av denna bestämmelse inte blir ett konkurrensmedel mellan börserna. En strävan bör därför vara, framhålls det, att optionsbörserna, under bankinspektionens medverkan, utbildar en enhetlig praxis på området.

I ett särskilt fall är en optionsbörs enligt lagförslaget alltid tvungen att avbryta handel och notering i fråga om optioner och terminer av visst slag. Detta är fallet när handel och notering av ett enskilt fondpapper, som är föremål för options- eller terminshandel, avbrutits på Stockholms fondbörs. Handel och notering vid en optionsbörs får inte återupptas förrän handel och notering av det underliggande fondpapperet åter påbörjats vid fondbörsen. Bestämmelsen om obligatoriskt börsstopp har enligt utredningen

tillkommit för att syftet med avbrytande av handeln vid fondbörsen inte skall kunna kringgås.

I den föreslagna lagen ges en rad bestämmelser om vilka uppgifter som åligger en clearingorganisation. Exempelvis ankommer det på clearingorganisationen att beräkna säkerheter, att kontrollera att kraven på säkerhet och leveranskapacitet följs, att ange och att kontrollera att givna positionsbegränsningsregler och lösenbegränsningsregler följs, m.m.

I lagförslaget anges två fall när en clearingorganisation kan ändra på reglerna utan att först begära bankinspektionens godkännande.

Det första fallet gäller en höjning av säkerhetskraven. Utredningen har nämligen ansett det vara av vikt att clearingorganisationen i en situation med mycket kraftiga kurssvängningar snabbt kan ge föreskrifter om skärpta säkerhetskrav. Clearingorganisationen får också möjlighet att efter det att en höjning genomförts sänka säkerhetskravet lägst till den nivå som bankinspektionen godkänt.

Det andra fallet gäller medgivande av undantag från en positionsbegränsningsregel. Detta får ske om särskilda skäl föreligger. Sådana skäl kan vara när en kund önskar försäkra sitt värdepappersinnehav mot kursfall.

Börstvång innebär ett förbud mot att godta avslut som gjorts utanför optionsbörsen. Utredningen har funnit att övervägande skäl talar för införandet av ett sådant förbud. Börstvånget har i lagförslaget utformats så att det inte är tillåtet för en clearingorganisation att registrera avslut som skett utanför optionsbörsen beträffande optioner och terminer som upptagits för handel av en optionsbörs. Utredningen anser att börstvånget kommer att leda till att handeln kommer att ske på lika villkor för alla och att det skapas garantier för en riktig prissättning.

Den som utfärdar en option eller köper eller säljer en termin skall ställa betryggande säkerhet för sina åtaganden. Säkerheten skall anses vara betryggande om de optioner eller terminer som säkerheten avser att täcka kan avslutas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas. Säkerhet skall ställas av alla kunder. Några s.k. nollriskkunder får således inte finnas.

I lagen föreslås också att en clearingorganisation i princip skall avsluta de optioner eller terminer för vilka betryggande säkerhet inte ställts.

Till skillnad mot vad som i dag gäller i praktiken uppställs enligt lagförslaget krav på leveranskapacitet endast för utfärdade köpoptioner avseende aktier och för sålda terminer avseende aktier där enligt terminens villkor köparen får begära leverans av aktierna. Motivet till denna inskränkning i förhållande till vad som nu gäller är att utredningen inte anser att det finns skäl att kräva leveranskapacitet för t.ex. innehav av säljoptioner.

Positionsbegränsningsbestämmelser och lösenbegränsningsbestämmelser föreslås av utredningen med hänsyn främst till risken för prismanipulationer. Syftet med positionsbegränsningsregler är dessutom att upprätthålla allmänhetens förtroende för handeln.

Positionsbegränsningsregler skall finnas för alla slag av optioner och terminer. Lösenbegränsningsregler däremot behöver bara införas om någon verklig risk för prismanipulationer finns.

I den föreslagna lagen föreskrivs vidare att den som bedriver optionsbörs- eller clearingverksamhet står under bankinspektionens tillsyn. Inspektionen ges möjlighet att under vissa förutsättningar förbjuda verksamheten. Detta kan ske om de villkor eller förutsättningar som fastställts enligt lagen inte iakttas eller det annars föreligger förhållanden som motverkar en sund utveckling av optionsbörs- eller clearingverksamheten. Som ett alternativ till förbud kan inspektionen välja att utfärda en skriftlig erinran. I lindrigare fall kan inspektionen göra anmärkning mot ett missförhållande.

För att inspektionen skall ges möjlighet att mera kontinuerligt följa verksamheten föreskrivs att inspektionen skall utse en revisor för en optionsbörs och en clearingorganisation.

I lagförslaget har införts en möjlighet för regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer att meddela föreskrifter om de avgifter som en optionsbörs eller en clearingorganisation får ta ut av kunderna.

Tystnadsplikt föreslås för styrelseledamot, styrelsesuppleant och befattningshavare vid en optionsbörs eller en clearingorganisation. Sådana befattningshavare och vissa till befattningshavaren närstående personer förbjuds enligt förslaget att göra affärer med optioner och terminer.

Lagförslaget avslutas med ansvarsbestämmelser.

Förutom den nu beskrivna lagen föreslås i optionsutredningens betänkande vissa ändringar i nu gällande lagstiftning.

Genom förslag till ändringar i fondkommissionslagen och bankrörelselagen klargörs att fondkommissionsbolag och banker får göra affärer med de standardiserade optioner och terminer som omfattas av utredningens förslag till ny lagstiftning.

Slutligen föreslås att den i värdepappersmarknadslagen stadgade skyldigheten att upprätta avräkningsnotor skall omfatta alla typer av standardiserade optioner och terminer som är föremål för börshandel och inte som hittills endast aktieoptioner.

Optionsutredningens förslag har varit föremål för remissbehandling. De allra flesta remissinstanserna har avstyrkt att förslaget genomförs. Skälet härtill är att de ansett det vara lämpligt att värdepappersmarknadskommitténs arbete avvaktas innan lagstiftningsåtgärder vidtas. Endast LO, Landstingsförbundet och TCO har ställt sig positiva till att förslaget läggs till grund för lagstiftning redan innan värdepappersmarknadskommitténs arbete slutförts. Flera remissinstanser har under hänvisning till att de avstyrkt förslaget avstått från att kommentera enskildheter i förslaget. I fortsättningen redovisas remissvaren endast i den mån remissinstanserna framfört kritik mot optionsutredningens förslag.

8.4.2 Sammanfattning av den lag om handel med standardiserade optioner och terminer som gäller i Finland

Den finländska lagen om handel med standardiserade optioner och terminer gäller för sådana options- och terminsavtal som avser värdepapper, masskuldebrevslån och andra tillgångar och för vilka ett optionsföretag har standardiserat villkoren. Enligt lagen är det förbjudet att till andra än näringsidkare som investeringsobjekt bjuda ut andra optioner och terminer än sådana som ett optionsföretag har standardiserat.

Med optionsföretag avses aktiebolag och andelslag som bedriver optionsbörsverksamhet genom att fastställa kurserna för optioner och terminer och upprätthålla en marknadsplats för handeln med optioner och terminer eller som idkar clearing vid handeln med optioner och terminer. Samma optionsföretag kan idka både optionsbörsverksamhet och clearing vid optionshandeln.

Optionsföretagets verksamhet skall vara beroende av tillstånd. Optionsföretagen, marknadsverksamma förmedlare och marknadsgaranter samt mäklare som företräder dem skall övervakas av bankinspektionen. Ett optionsföretag med clearingverksamhet skall ha ett aktie- eller andelskapital om minst tio miljoner FIM. Av ett optionsföretag skall förutsättas en sådan soliditet som står i relation till marknadens storlek. Optionsföretagets reglemente fastställs av finansministeriet.

Lagen innehåller stadganden om den underliggande egendomen för optioner och terminer, om säkerheter på marknaden, om begränsning av handeln för vissa personer som hör till den inre kretsen, om tillsyn över handeln samt straffstadganden i anslutning till vissa former av missbruk på options- och terminsmarknaden.

8.4.3 Sammanfattning av förslag till regelverk för optioner som utarbetats i Norge

Det norska förslaget gäller endast för optioner avseende aktier och obligationer. De standardvillkor som gäller för handeln måste vara godkända av finansdepartementet. Innan godkännande ges skall samråd ske med Kredittillsynet och norsk börs. I förslaget räknas upp de minimikrav som ställs på innehållet i standardvillkoren och där anges att säkerheter skall ställas. Finansdepartementet ger föreskrifter som begränsar den enskildes möjligheter att inneha optioner.

Enligt förslaget får aktieoptionerna endast vara relaterade till aktier som är noterade på norsk börs och det är börsen som avgör vilka aktier som optionerna får avse. Vad gäller ränteoptioner får sådana endast avse statsobligationer. Norsk börs får enligt förslaget ensamrätt på offentliga kursnoteringar avseende optioner.

Registrering av optionerna skall ske i värdepapperssentralen (VPS). All optionshandel måste clearas i en optionscentral som skall garantera avtalens

uppfyllelse. En optionscentral får inte bedriva verksamhet utan tillåtelse av finansdepartementet.

8.4.4 Sammanfattande beskrivning av förhållandena i Danmark

Köpenhamns fondbörs har ensamrätt vad gäller börshandel med optioner och terminer. I praktiken förekommer dock ännu ingen handel där. Handeln upprätthålls i stället av fondkommissionärer som sluter avtal per telefon. Fondbörsen noterar dock de optioner och terminer som är föremål för handel. Avsluten rapporteras till Garantifonden som utför clearing. Garantifonden har till uppgift att bl.a. fastställa de administrativa regler som skall gälla i handeln och att informera investerarna om instrumentens speciella egenskaper.

8.4.5 Allmänna överväganden

Som nämnts förekommer handel med optioner och terminer hos OM – tidigare förekom sådan handel även hos SOFE – och med terminer avseende obligationer inkl. premieobligationer och statsskuldväxlar på penning- och obligationsmarknaderna.

I vårt förslag till lag om handel med fondpapper och andra finansiella instrument har vi definierat standardiserad option och standardiserad termin som att någon annan än parterna bestämmer vad som är föremål för handel. Vanligen är det den börs eller clearingorganisation som administrerar handeln som anger de standardiserade villkoren. Så är fallet med de optioner och terminer som förekommer vid OM och som tidigare förekom vid SOFE.

De handelsregler som styr eller styrt verksamheten vid OM och SOFE är civilrättsliga avtal som utarbetats av bolagen efter samråd med bankinspektionen. Samrådet har skett utan att det finns några lagbestämmelser som kräver det. Regelsystemen är detaljerade och en förutsättning för att få delta i handeln är att reglerna accepterats.

Terminskontrakten avseende statsskuldväxlar och riksobligationer på penning- och obligationsmarknaden är standardiserade så till vida att kontrakten avser statsskuldväxlar med en återstående löptid av tre månader och riksobligationer med en återstående löptid av fem år. Terminskontrakten löper vad gäller statsskuldväxlarna på högst nio månader och vad gäller riksobligationer på högst sex månader. Likviddagarna är fasta och inträffar i mitten av mars, juni, september och december. Kontraktsbeloppen är normalt på 40 milj. kr. vad gäller statsskuldväxlarna och 20 milj. kr. vad gäller riksobligationerna. Dessa belopp är dock inte fasta utan det är en avtalsfråga mellan parterna. Handeln styrs i vissa fall av standardavtal och i övrigt av handelsbruk och sedvänja. Standardiseringen är i denna marknad inte sådan att den kan anses falla in under den av oss föreslagna definitionen av standardiserad termin. Sistnämnda förhållande gäller också för terminshan-

deln med premieobligationer. Inte heller på detta område finns några bestämmelser i lag till skydd för allmänheten. När det i fortsättningen talas om standardiserade optioner och terminer avses den standardiseringsgrad som den av oss föreslagna definitionen anger.

Options- och terminshandeln kan locka till överdriven spekulation, dvs. att en aktör gör större åtaganden i handeln än som är ekonomiskt försvarbart. Utförs denna spekulation av företag eller institutioner som har till uppgift att förvalta allmänhetens sparmedel eller skattemedel kan detta leda till att förtroendet rubbas för dessa företags och institutioners förmåga att seriöst förvalta de medel som anförtrotts dem. Sådan osund spekulation skadar allmänhetens förtroende för handeln som sådan. En privatperson kan utsätta sig för stora risker i handeln vilket kan medföra att stora förluster uppstår på kort tid. Under hösten 1987 orsakade den kraftiga kursnedgången på aktier stora förluster inte bara för privatpersoner utan också för banker, fondkommissions- och försäkringsbolag. Jämfört med traditionell värdepappershandel är handeln med optioner och terminer så särpräglad att det framstår som angeläget att via särskilda lagstiftningsåtgärder stärka konsumentskyddet på detta område.

En utgångspunkt i vårt arbete har varit att om möjligt skapa enhetliga regler som omfattar hela värdepappersmarknaden. Den huvudprincipen bör gälla även i detta sammanhang. Detta innebär att all handel med finansiella optioner och terminer bör omfattas av de lagregler som krävs för marknaden i dess helhet. Den avgränsning av reglernas tillämpningsområde till börshandel som optionsutredningen gjort bör därför inte göras.

I avsnitt 8.3.1 föreslår vi att regeln i 2 § värdepappersmarknadslagen skall gälla även för finansiella instrument, däribland optioner och terminer samt kombinationer av dessa. De områden på vilka särskilda lagstiftningsåtgärder kan övervägas rör säkerheter, leveranskapacitet samt positions- och lösenbegränsningar.

8.4.6 Säkerheter

8.4.6.1 Inledning

Inom den verksamhet som administreras av OM och tidigare administrerades av SOFE finns detaljerade bestämmelser om de krav på säkerheter som skall ställas i handeln. Några motsvarande regler finns inte inom handeln med terminskontrakt på obligations- och penningmarknaden. Förevarande avsnitt inleds med en kortfattad allmän redogörelse för hur säkerhetsberäkningen går till inom börshandeln med standardiserade optioner och terminer.

8.4.6.2 Kortfattad beskrivning av säkerhetssystemens uppbyggnad

Enligt de regelsystem som finns både här i Sverige och utomlands är utfärdaren av en standardiserad option eller köparen eller säljaren av ett

standardiserat terminskontrakt skyldig att ställa säkerhet för sina åtaganden. Den som köper en option måste uppfylla sin del av avtalet genom att betala premien. När detta är gjort kan några ytterligare krav inte riktas mot honom.

Storleken av en optionsutfärdares åtagande eller en köpares eller en säljares åtagande enligt ett terminskontrakt varierar under den tid som avtalet består. Skälet härtill är främst att den underliggande tillgångens värde varierar över tiden, vilket återverkar på options- eller terminskontraktets värde. Det går alltså att dag för dag räkna ut hur stor den ackumulerade förlusten eller vinsten är för varje kontrakt. De säkerheter som skall ställas måste till att börja med alltid täcka den ackumulerade förlusten. Vad som förstås med detta kan enklast förklaras med ett exempel. Antag att någon utfärdar en säljoption avseende 100 aktier till lösenpriset 200 kr. per styck, dvs. han utfäster sig att köpa 100 aktier till kursen 200 kr. Efter en tid är aktiekursen 150 kr. vilket innebär att optionen för hans del går med 5 000 kr. i förlust (100x(200–150)). För att clearingen skall vara säker på att optionsutfärdaren kommer att kunna infria sitt åtagande krävs alltså till att börja med att han lämnat en säkerhet motsvarande minst 5 000 kr.

Det kan nu inträffa att kursen fortsätter att sjunka. Den möjligheten har lett till ett krav på att optionsutfärdaren eller den som köper eller säljer på termin ställer säkerhet, förutom för den ackumulerade förlusten, även för den sannolika kursförändringsrisken för nästa eller några följande dagar. På detta sätt skapas en tidsfrist för clearingen att hinna reagera den dag då säkerhetsbeloppet inte uppgår till föreskriven nivå.

Vad nu sagts gäller både för optioner och för terminer. När det gäller optioner finns det ytterligare en omständighet att beakta. Premiens storlek uppgår till summan av optionens realvärde och tidsvärde. Realvärdet motsvaras av vad som här ovan benämnts den ackumulerade förlusten. Tidsvärdet utgörs omvänt av skillnaden mellan premien och realvärdet. För att clearingorganisationen skall vara säkerställd måste även tidsvärdet täckas av säkerhetsbeloppet.

Säkerhet beräknad efter den här beskrivna metoden kallas för marginalsäkerhet. Internationellt förekommer endast denna metod, där principen alltså är att alltid ställa säkerhet för den ackumulerade förlusten och för kursförändringsrisken i den underliggande tillgången samt vad gäller optioner för tidsvärdet.

Beräkningen av den ackumulerade förlusten vållar i princip inget problem. När det gäller tidsvärdet kan olika metoder användas. Gemensamt för dem är att de ytterst grundar sig på en marknadsmässig bedömning. Internationellt brukar man använda sig av slutpremien varje dag. Slutpremien täcker då både realvärdet och tidsvärdet. Detta system användes av SOFE. Hos SOFE uppgick procentsatsen för kursförändringsrisken för aktieoptioner till mellan 12–20 procent beroende på vilken den underliggande aktien var och för indexoptioner uppgick den till 10 procent av det underliggande värdet. Hos OM räknade man tidigare först ut realvärdet. Tidsvärdet och kursförändringsrisken sammanräknades och uttrycktes som

en procentsats av värdet av det underliggande värdepapperet eller av indexvärdet. OM har nu tagit i bruk ett nytt säkerhetssystem. Grundtanken i detta system är densamma som tidigare, nämligen att OM skall kunna avsluta en depå, och därmed neutralisera risken, för det fall en kund inte uppfyller sina åtaganden. Eftersom det inte är möjligt att realisera en depå direkt har OM utarbetat en modell för att bedöma hur stor kostnaden kan bli från det att fallissemanget upptäcks fram till dess att depån praktiskt kan avslutas.

Säkerhetshanteringen kan ha en varierande utformning. Säkerhet kan ställas av slutkunden direkt gentemot clearingen. Slutkunden kan också ställa säkerhet gentemot fondkommissionären som i sin tur ställer säkerhet eller garanterar affären gentemot clearingen. Beräkningen av säkerheter sker i Sverige på kundnivå, dvs. clearingens kontosystem är baserat på slutkund. I t.ex. USA beräknas i stället säkerheten på clearingmedlemsnivå, dvs. clearingmedlemmen ställer endast säkerhet för det nettobelopp som summan av alla slutkunders säkerhetsbehov utvisar. Detta innebär att en kunds positiva säkerhetsbelopp kan kvittas mot en annan kunds negativa säkerhetsbelopp och att den säkerhet som ställs gentemot clearingen blir betydligt lägre än den totala säkerhet som clearingmedlemmen tar in från slutkunderna för att skydda sig själv. I USA måste clearingmedlemmen, förutom att ställa den här beskrivna nettosäkerheten, även deponera medel i en s.k. clearingfond. Clearingfonden fungerar som en buffert om clearingmedlemmen inte kan täcka kundförluster med egna medel. Den summa clearingmedlemmen måste deponera är beroende av den totala risk han är utsatt för. Om clearingfonden utnyttjas tas först det belopp som clearingmedlemmen själv deponerat och därefter tas övriga medel i anspråk.

8.4.6.3 Säkerhetsreglernas utformning

Clearingorganisationens viktigaste uppgift i handeln är som framhållits tidigare att garantera att alla avtal som registreras kan uppfyllas. För att kunna upprätthålla trovärdigheten av en sådan garanti är det nödvändigt att clearingorganisationen kräver att aktörerna ställer säkerhet för sina åtaganden i handeln. Att säkerheter ställs och att säkerhetsnivån är betryggande är således krav som clearingorganisationen av självbevarelsedrift har ett stort egenintresse av att upprätthålla. Det finns dock även ett allmänintresse i att clearingorganisationen är säker. Skälet härtill är att den allmänhet som placerat pengar i optioner eller terminer därmed kan utgå ifrån att de rättigheter som följer av avtalen alltid kan tillvaratas. Krav på säkerhet fyller utifrån denna synpunkt ett viktigt konsumentskyddsintresse.

Säkerhetskraven leder också till att en privatperson som saknar förmögenhet inte har ekonomiska möjligheter att ta alltför stora risker i handeln. Om information om säkerhetsbehovet når ut till slutkunden dag för dag leder kravet på säkerhet också till att den enskilde kontinuerligt blir medveten om vilka värden han riskerar att förlora i handeln.

Det framstår mot bakgrund av vad som sagts särskilt viktigt för konsu-

mentskyddet att det ställs upp ett krav på säkerhet inom handeln med standardiserade optioner och terminer. Som tidigare sagts bör därvid utgångspunkten vara att föreskrifter om säkerheter skall gälla generellt. Först presenteras ett förslag till hur kraven på säkerhet bör vara utformade.

Den huvudprincip som gäller respektive gällt hos OM och SOFE om hur säkerheten bör beräknas framstår som väl avvägd. Detta innebär att kravet generellt bör vara att det belopp som ställs som säkerhet skall vara tillräckligt för att depån skall kunna neutraliseras utan att ytterligare medel behöver tillskjutas.

Sätts säkerhetskravet för högt leder det till att resurser onödigtvis dras från marknaden vilket leder till lägre likviditet. Sätts det å andra sidan för lågt uppstår i förlängningen risk för att clearingorganisationen inte klarar av sitt garantiåtagande.

I ett marknadsläge där kurssättningen kännetecknas av små prisrörelser bör säkerhetsbehovet bedömas utifrån detta förhållande och i ett läge med kraftiga kurssvängningar måste detta beaktas vid säkerhetskravens utformning. Konsekvensen härav blir att kraven på säkerhet bör kunna variera från tid till annan. Med detta måste följa ett krav på att säkerhetsreglerna snabbt skall kunna förändras vid förändrat marknadsläge. Systemet bör alltså kännetecknas av flexibilitet.

Säkerhetsnivån bör dock aldrig underskrida en viss lägsta nivå. Den grundnivån bör vara så väl tilltagen att den säkerställer även relativt kraftiga och snabba kurssvängningar. Innebörden härav är att det alltid måste finnas ett visst mått av översäkerhet i systemet. Härigenom uppnås nämligen tryggheten att, vid plötsliga och kraftiga kursrörelser, det finns tid att reagera genom att höja säkerhetskravet och att avsluta eller neutralisera de konton där säkerheter inte fylls på i föreskriven utsträckning.

Prisförändringsrisken i det underliggande värdepapperet varierar beroende på vilket värdepapper det är fråga om. Det synes därför och även mot bakgrund av vad som i övrigt sagts inte vara vare sig möjligt eller lämpligt att i lag ange en viss procentsats. I lag bör det därför såsom optionsutredningen föreslagit endast anges att den som utfärdar en standardiserad option eller köper eller säljer en standardiserad termin alltid skall ställa och vidmakthålla betryggande säkerhet för sitt åtagande. Innebörden härav bör utvecklas något.

Större aktörer har i regel både positioner som går med vinst och sådana som går med förlust. Något hinder mot att vid bedömningen av, om tillfredsställande säkerhet ställts, ta i anspråk vinsten i en option för att täcka ett säkerhetsbehov för en förlustoption bör inte ställas upp. Denna teknik att balansera vinster och förluster vid beräkning av säkerhetsbehovet kallas ibland för crossclearing.

Vid crossclearing görs alltså en gemensam säkerhetsbedömning för de positioner som intagits i handeln av en och samma kund. Sådan crossclearing görs i dag hos OM och gjordes tidigare hos Stockholms Clearinghus. Crossclearing utförs dock inte mellan alla typer av optioner och terminer, varför en kund kan ha ett överskott vad gäller säkerhet på ett konto som

inte kan utnyttjas för att täcka ett säkerhetsbehov på ett annat konto.

Med betryggande säkerhet kan därför inte avses en enskild kunds totala behov av säkerhet i handeln. Utgångspunkten bör i stället vara det sammantagna säkerhetsbehovet på varje kunds samlingskonto.

Med detta klargörande går det också att i lag närmare ange vad som avses med betryggande säkerhet. Som tidigare framhållits bör säkerheten vara sådan att den kontinuerligt motsvarar vad som behövs för att kontot skall kunna avslutas eller neutraliseras. Skälet är att motparten härigenom alltid är garanterad sin rätt enligt avtalet. Riktpunkten för vad som skall anses vara betryggande säkerhet skall alltså vara att den säkerhet som ställts för ett konto skall på goda grunder kunna antas motsvara det belopp som skulle krävas för att avsluta eller neutralisera kontot. Denna definition av vad som avses med betryggande säkerhet överensstämmer med vad optionsutredningen föreslog.

Sammanfattningsvis bör kraven på säkerhet kunna utformas på sätt optionsutredningen föreslagit. Detta innebär att det i lag bör föreskrivas att den som utfärdar en standardiserad option eller köper eller säljer en standardiserad termin skall ställa betryggande säkerhet för sitt åtagande och under den tid avtalet består vidmakthålla sådan säkerhet. Säkerheten skall anses betryggande om det på goda grunder kan antas att de optioner och terminer som säkerheten avser att täcka kan riskmässigt neutraliseras utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas utöver ställd säkerhet.

8.4.6.4 Säkerhetsreglernas tillämpning

I det fall marknaden innehåller en clearingorganisation kan som nämnts säkerhet ställas på olika sätt. Det kan ske genom att slutkunden ställer säkerhet gentemot clearingmedlemmen som i sin tur ställer säkerhet gentemot clearingen. Det finns också exempel på att slutkunden ställer säkerhet direkt gentemot clearingen.

Betryggande säkerhet skall finnas i alla led oavsett hur säkerhetssystemet är uppbyggt. OM har, liksom tidigare Stockholms Clearinghus hade, system för daglig beräkning av säkerhetsbehovet för varje kundkonto eller kombination av kundkonton. Information om säkerhetskravet lämnas också dagligen från clearingen till fondkommissionärer och säkerhetshållande banker. Dagens system innebär att ett krav på att det skall ställas betryggande säkerhet i handeln kan införas.

Handel med standardiserade optioner och terminer bör alltid organiseras med en clearingorganisation. Clearingens garantifunktion medför att clearingen har ett egenintresse i att se till att säkerhetskraven efterföljs. Dessutom får den enskilde kunden kontinuerligt besked om säkerhetsbehovet och kunden är alltid garanterad de rättigheter som avtalet innebär. I och med att handeln koncentreras till en clearingorganisation får också det allmänna bättre insyn och kontroll över handeln. Goda skäl talar således för att det införs en regel som innebär att handel med standardiserade optioner och terminer skall vara organiserad med en clearingorganisation. Vi föreslår att så sker.

Penning- och obligationsmarknaden är ett exempel på en marknad där en clearingorganisation i dag saknas. Handeln upprätthålls av banker och fondkommissionsbolag genom att de kontinuerligt ställer köp- och säljräntor på terminskontrakt. Leverans av underliggande obligationer och statsskuldväxlar förekommer endast i ett fåtal fall. Det normala är att kontrakten avslutas genom kontantavräkning eller kvittning. Inom terminshandeln med räntebärande papper uppställs inga krav på att den som handlar skall ställa säkerhet för sina åtaganden. Skälet härtill torde vara att det endast är de större placerarna som agerar på denna marknad. Det är alltså i dag fråga om en marknad för professionella aktörer. En mer utförlig beskrivning av penningmarknaden finns i avsnitt 2.2.

På riksbankens initiativ bildades i november 1986 ett konsortium med aktörer på den svenska kreditmarknaden. Konsortiets uppgift var att utarbeta förslag till ett datoriserat system för registrering av värdepapper och likvidhantering på den svenska penning- och obligationsmarknaden. Arbetet har utmynnat i bildandet av Penningmarknadscentralen PmC Aktiebolag och upprättandet av ett författningsförslag med motiv. Förslaget med motiv har i mars 1989 ingivits till regeringen med hemställan om erforderliga lagstiftningsåtgärder. Förslaget omfattar dels ett förslag till lag om registrering av rätt till vissa skuldebrev och dels ett förslag till lag om Penningmarknadscentralen PmC Aktiebolag.

I 5 § förslaget till lag om registrering om rätt till vissa skuldebrev sägs följande. PmC ansvarar i fråga om förhandsregistrerat förvärv som är förenat med betalningsutjämning i riksbanken för att part erhåller utfäst betalning. Under den tid PmC bär detta ansvar har PmC panträtt i förvärvsobjektet. Denna panträtt går före all annan panträtt i förvärvsobjektet. I 6 § regleras den situationen att part inte betalar förhandsregistrerat förvärv i tid. Enligt förslaget äger då PmC rätt att låna pengar av riksbanken för att kunna fullgöra sin förpliktelse att säljaren skall få betalt. I och med att PmC påkallar utbetalning från riksbanken erhåller riksbanken panträtt i förvärvsobjektet. Om förvärvet inte är förenat med betalningsutjämning i riksbanken skall PmC enligt 3 § andra stycket i förslaget pröva om förvärvet kan godkännas och gör, om detta är fallet, slutregistrering av förvärvet.

När det gäller forwards- och terminsaffärer sägs i motiven till förslaget att en förutsättning för att PmC skall godkänna affärerna är att båda parter ställer pantsäkerhet i registrerade innehav för den ränterisk som PmC tar. Skillnaden mellan en forward- och en terminsaffär är enligt förslaget att forwardaffärer leder till äganderättsomregistrering medan terminsaffärer endast avslutas genom kontantavräkning. Genom att registrera affären bekräftar PmC att erforderliga säkerheter har ställts av motparten för ränterisken och eventuell orealiserad förlust i positionen. När det gäller terminsaffärerna går dessutom PmC in som part i rättsförhållandet på samma sätt som görs hos OM-clearing.

I den proffsmarknad som penning- och obligationsmarknaden utgör i dag gör sig konsumentskyddsaspekten inte direkt gällande. Vissa av de in-

stitutioner som deltar i handeln förvaltar dock allmänhetens sparkapital eller skattemedel. Förvaltningen av sådant kapital skall ske under betryggande former. Stockholms kommuns terminsaffärer med statspapper utgör ett exempel på riskfyllda placeringar med allmänhetens skattemedel. Hade säkerheter krävts skulle sannolikt detta ha lett till att det som försiggick upptäckts tidigare och förlusterna hade kunnat begränsas. Från den synpunkten har konsumentskyddet betydelse även i denna handel.

I jämförelse med hur terminsmarknaden fungerar i dag på penning- och obligationsmarknaden kommer etablerandet av PmC att innebära en skyldighet för aktörerna att ställa säkerhet i handeln. Enligt det förslag som lagts fram kommer PmC att bli en clearingorganisation enligt den definition på sådan som vi föreslagit.

Terminshandeln med premieobligationer administreras i huvudsak av några banker och fondkommissionsbolag. Handeln vänder sig till ej obetydlig del direkt till allmänheten. Kundskyddsintresset gör sig därför direkt gällande i denna handel. Reglerna om betryggande säkerhet bör därför även gälla i denna handel.

I en marknad med ej standardiserade options- eller terminskontrakt har vi däremot inte funnit skäl att föreskriva ett tvång på att kontrakten blir föremål för clearingverksamhet. Skälet härför är att sådana kontrakt normalt är mindre lämpade för clearing.

8.4.6.5 Hur skall miniminivån för säkerheter fastställas?

Som framgått administreras handel med optioner och terminer på flera olika sätt och av flera olika institutioner. Samma underliggande värdepapper förekommer på olika håll. Det är av vikt att säkerhetsnivån inte används som ett konkurrensmedel mellan olika marknader eller marknadsplatser. För att motverka att så blir fallet bör någon form av statlig kontroll införas vad gäller miniminivån för säkerheter.

Optionsutredningens förslag går ut på att bankinspektionen skall godkänna villkoren för handeln och att i princip inga tillägg eller ändringar får göras i villkoren förrän dessa också godkänts av inspektionen. I villkoren för handeln skall bl.a. säkerhetskraven anges. Ett godkännande av villkoren innebär således att miniminivån för säkerhetskravet blivit sanktionerad. I förslaget har införts en möjlighet för clearingorganisationen att utan godkännande av inspektionen höja säkerhetsnivån och att därefter sänka den, dock lägst till den nivå som inspektionen tidigare godkänt. Som tidigare nämnts är optionsutredningens förslag begränsat till sådan handel som är samordnad av en optionsbörs och en clearing.

Som antytts tidigare går det inte att i en marknad där konkurrens råder bortse från risken för att det tummas på säkerhetskrav och andra skyddsregler. För att skapa garantier för att konsumentskyddet tas till vara även på en sådan marknad måste lagstiftning tillgripas. Det bör därför införas bestämmelser som garanterar att säkerheter som uppgår till en viss miniminivå ställs i handeln med optioner och terminer. Hur den nivån skall

bestämmas har berörts i avsnitt 8.4.6.3. Av vad som sagts där framgår att det inte i lagstiftningen går att konkret fastställa var nivån skall ligga. Även i denna fråga anser vi att bankinspektionens tillsynsroll skall gå ut på efterhandskontroll. Inspektionen skall således övervaka att de säkerhetskrav som tillämpas på marknaden är tillräckliga och att säkerhetsnivån inte används som ett konkurrensmedel. Liksom när det gäller introduktion av nya finansiella instrument anser vi att det skall vara möjligt för de bolag och bankinstitut som erhållit verksamhetstillstånd enligt fondkommissionslagen att av inspektionen få ett ej formaliserat förhandsbesked om var säkerhetsnivån bör ligga. Samma förhållande bör gälla för en börs eller en clearingorganisation som avser att starta handel med eller cleara avslut beträffande optioner eller terminer. Som framgår i följande avsnitt föreslår vi också att inspektionen tvångsvis skall kunna höja säkerhetsnivån om särskilda skäl föreligger.

8.4.6.6 Tilläggssäkerheter

I avsnitt 8.4.6.3 föreslår vi att betryggande säkerhet skall anses föreligga om det på goda grunder kan antas att de optioner och terminer som säkerheten avser att täcka kan avvecklas eller neutraliseras utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas utöver ställd säkerhet. Detta innebär att grundnivån skall vara sådan att ett visst mått av översäkerhet ställs. Avsikten är sedan att aktörerna själva i tider med stora prisfluktuationer skall höja eller sänka säkerhetsnivån. Det kan dock inte uteslutas att i sådana tider vissa aktörer underlåter att höja säkerhetsnivån trots att detta är motiverat och på det sättet kan kraven på säkerhet komma att användas som ett konkurrensmedel. Detta skulle vara ett oacceptabelt förhållande. Det bör därför införas en möjlighet för bankinspektionen att när skäl är därtill föreskriva höjda säkerhetskrav.

I Finland finns en sådan regel. Som motiv för införandet av regeln angavs i propositionen, att erfarenheterna utomlands har visat att tillsynsmyndigheterna bör ha en möjlighet att bestämma att marginalsäkerheten höjs, om prisfluktuationerna på värdepappersmarknaderna plötsligt tilltar.

Ett beslut från bankinspektionen om höjda säkerhetskrav bör iakttas omedelbart och gälla intill dess att inspektionen upphävt det.

8.4.6.7 Fråga om undantag från bestämmelserna om säkerhet

Enligt de villkor för handeln som gäller vid OM och tidigare gällde vid SOFE kan clearingorganisationerna befria vissa kunder från skyldigheten att ställa säkerhet. Bestämmelsen tar sikte på dem som är direkt anslutna till handeln. I affärsledet fondkommissionär/kund har fondkommissionären möjlighet att, med bibehållande av sitt ansvar mot clearingorganisationen, underlåta att kräva att kunden ställer säkerhet för sina åtaganden i handeln. De kunder som blivit befriade från skyldigheten att ställa säkerhet brukar benämnas nollriskkunder.

I affärslivet graderas kunder bl.a. efter sin kreditvärdighet. Att bygga upp

en god kreditvärdighet kan ta lång tid och kräver uppoffringar. Intresset för att nå dit skulle inte vara så stort om det inte lönade sig på sikt. Mot bakgrund av ett sådant resonemang kan det framstå som naturligt att kunder behandlas olika i affärslivet.

Även i lagstiftningen finns exempel på bestämmelser som anger att kunder kan behandlas olika beroende på kreditvärdighet. T.ex. får enligt 1 kap. 13 § första stycket bankrörelselagen en bank bevilja kredit endast om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen och dessutom betryggande säkerhet ställs i form av fast eller lös egendom eller i form av borgen. Banken har dock rätt att avstå från säkerhet om den kan anses obehövlig eller om det annars föreligger särskilda skäl. Enligt uttalanden i motiven till bestämmelsen (prop. 1986/87:12, s. 241) är säkerhet obehövlig vid kreditgivning till staten, kommuner eller andra säkra låntagare. Särskilda skäl att avstå från säkerhet kan föreligga då banken på objektiva grunder hyser förtroende för en lånesökande eller då fråga är om mindre lån.

Handeln med optioner och terminer kan innefatta ett mycket stort risktagande, vilket kan medföra att stora förluster uppstår på kort tid. Detta har belysts inte minst av vad som inträffade i samband med den kraftiga börsnedgången hösten 1987. I början av oktober 1987 kunde man således t.ex. utfärda indexoptioner med lösenindex 660 och med slutdag den 27 november 1987. Den premie som erhölls i samband med utfärdandet uppgick uppskattningsvis till ca 3 500 kr. På slutdagen hade emellertid indexet sjunkit till ca 445 vilket innebar att varje utfärdad säljoption medförde en förlust på 21 500 kr. minus erhållen premie 3 500 kr., dvs. 18 000 kr. Redan vid 100 st. utfärdade optioner uppkom en förlust på 1 800 000 kr. Exemplet visar hur snabbt läget kan förändras i optionshandeln. Samma sak gäller även i handeln med terminer. Mot denna bakgrund måste det lämpliga i att göra traditionella kreditvärdighetsbedömningar i denna typ av handel ifrågasättas.

Deposition och pantförskrivning av tillgångar för ställande av säkerhet medför att resurser binds. Dessa resurser kan inte satsas på annat och man kan därför se det så att ställande av säkerhet kostar pengar. Den som slipper ställa säkerhet får därmed en fördel framför andra aktörer i handeln. Förekomsten av s.k. nollriskkunder leder således till att aktörerna på marknaden konkurrerar på olika villkor. Detta är som framgått ovan inget unikt i affärslivet men förhållandet strider mot en av de principer som bör gälla för börshandel, nämligen att alla kunder skall behandlas lika.

Optionsutredningen har mot bakgrund av det här förda resonemanget föreslagit att det inte bör finnas några undantag från kraven på säkerhet. Enligt förslaget skall således säkerhet alltid ställas och några s.k. nollriskkunder får inte förekomma i börshandeln med optioner och terminer.

Av de remissinstanser som yttrat sig särskilt över optionsutredningens förslag i denna fråga har försäkringsinspektionen, LO, Landstingsförbundet och försäkringsbolaget Folksam tillstyrkt förslaget om att det i lag skall framgå att nollriskkunder inte får förekomma i handeln medan Svenska

Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Föreningsbankers förbund, Svenska försäkringsbolags riksförbund, Svenska kommunförbundet, Clearing Control HB, OM och SOFE avstyrkt förslaget.

När det gäller frågan om nollriskkunder bör den belysas även utifrån några ytterligare aspekter. Bankinspektionen företog under tiden november 1987 till januari 1988 en omfattande genomgång av några bankers och fondkommissionsbolags fondkommissionsverksamhet med avseende särskilt på deras handel vid OM och SOFE. Vid undersökningen konstaterades att vissa banker och fondkommissionsbolag gjort stora förluster i denna handel i samband med den kraftiga nedgången på aktier under oktober 1987. Inspektionen utfärdade därefter vissa allmänna råd som skulle tjäna som vägledning för att främja ordning och reda inom options- och terminshandeln. I dessa allmänna råd sägs följande.

1. Kontrollen av att avtalen undertecknas av kunderna måste skärpas.
2. Banker och fondkommissionsbolag måste tillse att samtliga slutkunder ställer säkerhet minst i den utsträckning som anges i villkoren för handeln. I det fall tveksamhet råder i fråga om en kunds förmåga att uppfylla åtagandet enligt en utfärdad option bör säkerhet ställas till fondkommissionärens förfogande redan då kunden lämnar uppdraget till fondkommissionären att utfärda en option.
3. Det åligger en fondkommissionär att tillse att leveranskapacitetskravet uppfylls. De underliggande aktierna eller motoptionerna skall ställas till fondkommissionärens förfogande samtidigt med att uppdrag lämnas till fondkommissionären att utfärda en köpoption alternativt förvärva en säljoption avseende aktier.
4. En fondkommissionär skall enligt de villkor som gäller för handeln vid OM och SOFE bekräfta för respektive clearingorganisation att säkerhetskrav och krav i frågan om leveranskapacitet uppfylls. Bankinspektionen påpekar att säkerhetsbekräftelsen utgör ett övervakningsinstrument i kontrollen av att villkoren i optionshandeln uppfylls. Fondkommissionärerna bör därför i särskild ordning bestämma vilka befattningshavare som, två i förening, får underteckna bekräftelsen.
5. Fondkommissionärerna måste alltid tidsstämpla när ett uppdrag mottagits och när uppdraget utförts.
6. Avräkningsnotor måste upprättas på avslutsdagen och omgående sändas till kunden om detta är tidsmässigt möjligt.
7. Bank eller fondkommissionsbolag bör ha ett system för riskanalys som ger beredskap för förändring i kurs eller ränta beträffande intagna options- eller terminspositioner.
8. Bank eller fondkommissionsbolag bör innan handel med optioner eller terminer påbörjas fastställa en gräns (limit) för den högsta förlust som handeln får leda till.
9. Inom varje bank och fondkommissionsbolag bör finnas en eller flera personer som direkt under företagets ledning är ansvariga för att säkerhet ställts och för att den i punkt 8 angivna limiten inte överskrids. Den eller de riskansvariga bör varje dag informera företagets ledning om förändring i egna och kunders positioner samt vad förändringarna inneburit i riskhänseende. Överskrids den i punkt 8 angivna limiten bör åtgärder omedelbart vidtagas.

10. Fondkommissionärerna bör se till att tillräckliga administrativa resurser avsätts för att bl.a. övervaka riskexponeringen i handeln och att den interna kontrollen är tillräcklig i förhållande till verksamheten.
11. Den fondkommissionär som gör kundaffärer avseende optioner och terminer måste ha sådan kunskap om derivata instrument att han kan lämna kunden en klar och tydlig information. Innan en kund tillåts att i vart fall utställa optioner eller ingå terminsavtal måste kommissionären förvissa sig om att kunden fått fullt klart för sig vilka risker avtalet innebär. Kommissionären måste kontinuerligt informera kunden om de förändringar som sker på hans konto.
12. En fondkommissionär bör ha rätt att tvångsvis avsluta ett kundkonto av säkerhetsskäl.
13. Utbildningsbehovet av hos fondkommissionär berörd personal måste särskilt beaktas.

De råd som inspektionen givit kan när det gäller fondkommissionärernas egenaffärer sägas ersätta en föreskrift om krav på säkerhet. Syftet med krav på säkerhet är att ge en signal om hur affärerna går. I den handel som administreras av OM och tidigare administrerades av SOFE tillhandahålls från dessa företag också kontinuerligt denna information.

Det kontrollsystem som banker och fondkommissionsbolag bygger upp i enlighet med inspektionens råd kan således anses ersätta den varningssignal som ställande av säkerhet skulle innebära. Om sådana kontrollsystem utvecklas till att omfatta även optioner och terminer som handlas på marknader där en clearingorganisation saknas kan ifrågasättas om det inte bör kunna medges undantag från kravet att ställa säkerhet. Denna möjlighet bör i så fall även kunna komma i fråga för andra kapitalstarka företag och organisationer som utvecklar likartade interna kontrollsystem.

Svenska kommunförbundet har utarbetat en modell för placering och finansiering där stor vikt läggs vid att handeln med optioner och terminer hålls vid en acceptabel risknivå. Förbundet har vidare avrått kommunerna från att utfärda optioner då detta innebär ett alltför stort risktagande. Motsvarande uttalande har gjorts av landstingsförbundets styrelse. Många av landets kommuner har också nu en av fullmäktige antagen strategi för sin penninghantering.

Enligt 4 kap. 7 § andra stycket kommunallagen får kommun och landstingskommun inte upplåta panträtt i sin egendom till säkerhet för fordran. Kommunernas säkerhet för lån och andra ekonomiska transaktioner utgörs av kommunernas samlade tillgångsmassa samt skattekraft. Mot bakgrund av den uppmärksamhet som hos kommunerna och landstingen riktats mot riskerna i handeln med optioner och terminer och de motiv som ligger bakom pantsättningsförbudet kan ifrågasättas om inte också kommuner och landsting bör kunna undantas från skyldigheten att ställa säkerhet.

Det kan konstateras att medvetenheten om de risker som finns i derivathandeln har ökat och att adekvata åtgärder för att förebygga en upprepning av vad som hände i anslutning till det stora kursfallet på aktier under oktober 1987 vidtagits. Vi har därför övervägt om man skulle kunna accep-

tera förekomsten av nollriskföretag.

Från bankhåll har framhållits att en lagstiftning som innebär att även banker skall ställa säkerhet strider mot grundläggande principer för bankverksamhet. Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Sveriges Föreningsbankers förbund har i sitt gemensamma remissvar till optionsutredningens betänkande anfört att en bank svarar för att dess betalningsutfästelser i samband med t.ex. inlåning, remburser och garantier infrias utan att de är särskilt säkerställda och att en banks tillgångar inte kan reserveras för viss borgenär samt att säkerhetskravet bör relateras till en banks eller ett fondkommissionsbolags faktiska förmåga att svara för sina förbindelser.

Optionsutredningen noterade att kravet att även bankerna skall ställa säkerhet kan medföra vissa svårigheter, som har samband med deras emissionsverksamhet i utlandet. Vid genomförandet av ett sådant emissionsprogram garanterar banken att ingen annan har fått bättre säkerhet av banken än den banken lämnar vid emissionen. Utredningen fann dock att det förhållandet att en bank följde bestämmelser i lag inte borde leda till att bankens kreditvärdighet sattes i fråga och ansåg därför inte att bankerna skulle undantas från kravet att ställa säkerhet.

En lösning som vi diskuterat är att låta bankinspektionen avgöra vilka företag eller kommuner som skulle kunna anses vara nollriskföretag. Vi har dock antagit att svårigheterna att göra en rättvis bedömning skulle bli betydande.

En annan lösning som vi diskuterat är att låta clearingorganisationen samt anslutna banker och fondkommissionsbolag medge undantag från skyldigheten att ställa säkerhet. Inte heller en sådan lösning framstår som lämplig. Befrielse från skyldigheter att ställa säkerhet skulle nämligen då kunna användas som ett konkurrensmedel vilket skulle kunna få till följd att sådana företag som egentligen inte borde betraktas som nollriskföretag ändå slapp ställa säkerhet.

Som nämnts föreslår vi att handeln med standardiserade optioner och terminer måste vara organiserad med en clearingorganisation. Förekomsten av clearingverksamhet leder till att de avtalsslutande parterna kan vara anonyma för varandra och huvudprincipen bör då vara att alla skall ställa säkerhet för sina åtaganden i handeln. Därmed kommer små och stora aktörer att behandlas lika. Vid en sammanvägning av vad som anförts i fråga om banker har vi dock funnit att det bör tillskapas en möjlighet att medge dessa undantag från skyldigheten att ställa säkerhet. Däremot anser vi det inte vara självklart att alla banker skall anses som nollriskföretag. Det avgörande bör vara bankens samlade finansiella styrka och hur stora åtaganden banken gör i handeln. Det bör därvid ankomma på clearingorganisationen att bestämma vilka banker som bör omfattas av nollriskbegreppet och också ange inom vilken ram banken får agera. Ett sådant medgivande skall alltså gå ut på att en viss bank får agera i handeln utan att ställa säkerhet under förutsättning att säkerhetsbehovet inte uppgår till ett högre belopp än x milj. kr. En sådan ordning kan leda till att en clearingorganisa-

tion av konkurrensskäl medger befrielse från säkerhetskravet trots att detta inte borde ske. För att motverka en sådan utveckling föreslår vi att clearingorganisationen så snart ett beslut om befrielse fattats skall översända det för kännedom till bankinspektionen. Inspektionen får då möjlighet att kontrollera att om det finns flera clearingorganisationer dessa har likartade regler och kan förhindra en utveckling som skulle kunna leda till att det uppkom ej acceptabla risker för banken eller clearingorganisationen. Visar det sig att en clearingorganisation medger en bank för stort utrymme eller, om det finns flera clearingorganisationer, en bank totalt medges befrielse från säkerhetskravet till ett för högt belopp bör regeringen eller efter regeringens bemyndigande bankinspektionen äga rätt att ge föreskrifter om villkoren för befrielse från säkerhetskraven. Avsikten är dock att denna utväg skall tillgripas först i undantagsfall. Inspektionen bör i första hand vända sig till clearingorganisationen och banken för att få till stånd en frivillig sänkning av nivån. Detta kan ske genom informella kontakter eller genom att inspektionen sammankallar styrelsen för clearingorganisationen eller banken för att där diskutera frågan. Meddelar regeringen eller bankinspektionen sådana föreskrifter och låter sig clearingorganisationen inte rättas av detta utgör det en grund för återkallelse av tillståndet.

Det bör i detta sammanhang framhållas att vi föreslår att det inte skall vara något krav på kapitaltäckning om säkerhet ställts för optioner eller terminer. En bank som befrias från skyldigheten att ställa säkerhet i handeln måste däremot ha kapitaltäckning för sina åtaganden. Vidare bör framhållas att befrielse från säkerhetskravet endast får ges för bankens egna affärer med standardiserade optioner och terminer. När en kund gör sådana affärer via en bank är banken alltid skyldig att se till att kunden ställer betryggande säkerhet.

Vid handel med icke standardiserade optioner eller icke standardiserade terminer, där vi inte föreslår tvång på clearingverksamhet, kommer det att finnas ett partsförhållande mellan de ursprungliga avtalsslutande parterna. I det fallet anser vi det mer naturligt att låta avtalsfriheten få ett större utrymme.

Huvudregeln bör dock även här vara att säkerhet skall ställas. Endast i det fall särskilt avtal sluts om att inte ställa säkerhet bör huvudregeln vika.

Enligt huvudregeln skall alltså säkerhet ställas. Om en fondkommissionär gör avslut i kommission kan det vara antingen kommittenten eller motparten eller båda som är skyldiga att ställa säkerhet. Är kommittenten skyldig att ställa säkerhet skall detta ske till förmån för fondkommissionären och fondkommissonären kan därmed uppfylla avtalet gentemot motparten. Är motparten skyldig att ställa säkerhet måste den ställas till förmån för fondkommissionären som när affären avvecklas kan redovisa uppdraget för kunden. Säkerheten bör kunna bestå av värdepapper, pengar, bankgaranti eller andra lätt realiserbara tillgångar. Skäl att ställa upp en lagregel om vilka typer av säkerheter som bör godtas förekommer inte.

Uppkommer det en marknad med icke standardiserade optioner eller icke standardiserade terminer som blir föremål för clearingverksamhet i en

clearingorganisation bör befrielse från säkerhetskravet inte få ske i större utsträckning än som enligt vårt förslag skall gälla i en marknad för standardiserade optioner eller standardiserade terminer. Skälet härtill är att en clearingorganisation alltid måste vara säker.

8.4.6.8 Sanktioner mot den som inte uppfyller säkerhetskraven

Som tidigare framhållits bör säkerhetsnivån vara så hög att det på goda grunder kan antas att ett konto kan avvecklas med ianspråktagande av ställd säkerhet. Översäkerheten ger ett visst tidsutrymme för t.ex. en clearingorganisation att avveckla eller neutralisera ett konto där säkerhetskraven vid en viss tidpunkt inte längre är uppfyllda. Det är ett viktigt konsumentskyddsintresse att affärerna verkligen avvecklas eller neutraliseras snabbt i det fall dessa leder till allt större förluster. Goda skäl talar därför för att det införs en rätt för en clearingorganisation eller för en fondkommissionär att omedelbart avsluta eller neutralisera de konton för vilka säkerhetskraven inte blivit uppfyllda.

Bankinspektionens ovan redovisade allmänna råd innehåller en liknande regel. I optionsutredningens lagförslag har införts en skyldighet för en clearingorganisation att omedelbart avsluta de optioner och terminer för vilka betryggande säkerhet inte ställts.

Förslaget har mött kritik från en del remissinstanser. Bankinspektionen har dock tillstyrkt förslaget. Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Sveriges Föreningsbankers förbund anser att lagförslaget är olyckligt formulerat då det inte entydigt kan avgöras vilka enskilda optioner och terminer som skall avslutas i de fall kunden har en sammansatt position redovisad på ett konto för vilket brist i säkerhetsnettot uppstått. Föreningarna och förbundet anser också att dessa frågor inte skall lagregleras utan att valet bör göras av clearingorganisationerna. OM har framhållit att det bör vara fondkommissionären som låter avsluta kontot och inte clearingorganisationen. Detta kan ske på fondkommissionärens eget initiativ eller efter uppmaning från clearingen. OM har vidare framhållit att ordet "avsluta" inte är adekvat, eftersom det inte innefattar alla de möjligheter som finns att neutralisera en position. OM har i stället föreslagit en ordalydelse med ungefär följande innehåll.

> Fondkommissionären äger beträffande options- och/eller futuresaffärer utan kundens hörande dels återköpa av kunden utfärdad option, dels påkalla lösen av eller återförsälja av kunden innehavd option, dels ock köpa respektive sälja futureskontrakt, allt i den utsträckning det enligt fondkommissionärens uppfattning erfordras för att fondkommissionären skall hållas skadeslös. Beträffande terminsaffärerna äger fondkommissionären vidare utan kundens hörande för kundens räkning köpa eller sälja så många terminskontrakt som fondkommissionären finner nödvändigt för att tillvarata sin rätt. I samma syfte kan i förtid terminskontrakt slutregleras, varvid ny slutdag och ny likviddag för kontrakt som uppsägningen avser fastställs.

Även SOFE har framhållit att det bör vara fondkommissionären som avvecklar kundens konto, inte clearingorganisationen.

Den kritik som riktats mot optionsutredningens förslag i denna del har visst fog för sig. Av optionsutredningens betänkande SOU 1988:13 s. 281 framgår dock att utredningen ingalunda uteslöt att en fondkommissionär tvångsavvecklade ett kundkonto när föreskriven säkerhet inte ställdes. Utredningen fann dock att någon lagregel härom inte var nödvändig. Det fick nämligen anses ligga i sakens natur att, om betryggande säkerhet inte ställdes, kontot måste avslutas.

För att konsumentskyddsintresset skall kunna tillgodoses fullt ut bör det finnas en bestämmelse om skyldighet att avveckla eller neutralisera vissa positioner på ett konto för vilket föreskriven säkerhet inte ställs. Frågan är då vem eller vilka som skall äga rätt att tvångsavsluta annans options- eller terminsaffärer.

I de fall säkerhet ställs av enskild kund till fondkommissionären och av den sistnämnde för kundens räkning gentemot clearingorganisationen torde risken för att säkerhetskravet inte uppfylls vara störst i ledet kund/fondkommissionär. Situationen kan då bli den att fondkommissionären kontinuerligt fyller på säkerhet för kundens räkning gentemot clearingen medan den enskilde kunden inte i motsvarande utsträckning levererar säkerhet till fondkommissionären. Detta leder dels till att fondkommissionären inte är skyddad mot förluster och dels till att clearingen inte kan upptäcka att det finns brister i en del av säkerhetskedjan. I samband med det kraftiga kursfallet på aktier i oktober 1987 inträffade denna situation för flera fondkommissionärer.

I den här beskrivna situationen är det fondkommissionären som först upptäcker att betryggande säkerhet inte finns. Detta talar för att initiativet till att avveckla kundaffärerna bör i första hand ligga på fondkommissionären. Denne kan så snart bristen upptäcks samråda med kunden i frågan om hur avvecklingen bäst bör ske. Därvid är det inte säkert att alla positioner på kontot behöver avvecklas. Resultatet av de åtgärder som vidtas skall dock vara att kontot åter täcks av betryggande säkerhet eller att kontot helt avvecklas. Mot bakgrund av vad som sagts talar övervägande skäl för att fondkommissionärerna ges en sådan rätt i lag.

Även clearingorganisationen bör dock ha rätt att avveckla ett konto där betryggande säkerhet inte vidmakthålls. Så kan vara fallet när en fondkommissionär eller en marknadsgarant i sin egenhandel inte vidmakthåller betryggande säkerhet. Ett annat fall kan vara att en fondkommissionär trots att han är skyldig att avveckla ett kundkonto inte gör det eller då en enskild kund som medgivits rätt att ställa säkerhet direkt gentemot clearingen inte gjort det i föreskriven utsträckning.

De möjligheter som står till buds för att avveckla eller neutralisera ett konto är att återköpa eller återförsälja optioner, begära lösen samt att köpa eller sälja terminer. Tidigare har framhållits att clearingen skall vara neutral och inte agera aktivt i handeln. Mot den bakgrunden framstår det som tveksamt att clearingen ges rätt att vidtaga nämnda dispositioner. I en

situation där t.ex. en fondkommissionär vägrar att avveckla sina egna positioner, trots att betryggande säkerhet inte ställts, framstår det dock som nödvändigt att clearingen har rätt och skyldighet att vidtaga erforderliga dispositioner för att avveckla eller riskneutralisera kontot. Vi föreslår därför att en clearingorganisation ges en sådan rätt enligt lag.

Det kan dock finnas ytterligare situationer när det kan vara nödvändigt för en clearingorganisation att tvångsavveckla eller tvångsvis riskneutralisera eller minska risken av en kunds positioner. Så kan vara fallet när en kund har en extremt negativ utveckling i sin position. I ett fall där en kund har i enlighet med uppställda säkerhetskrav ställt säkerhet med ett mycket stort belopp ger varje prisförändring en stor förändring av säkerhetsbehovet i absoluta tal. Detta för med sig en risk för clearingorganisationen som den inte kan ta på sig. Det bör därför finnas en möjlighet för organisationen att innan den egna risken blir för hög helt eller delvis tvångsavveckla eller på annat sätt nedbringa risken i en kunds position även i det fall kunden ställt betryggande säkerhet. Lagtekniskt bör situationen beskrivas så att sådan tvångsåtgärd endast får ske om synnerliga skäl föreligger.

Syftet med bestämmelsen är alltså att skydda clearingorganisationen. För att aktörerna i handeln skall vara medvetna om när deras åtaganden i handeln ligger på en i förhållande till clearingorganisationens säkerhet för hög nivå bör organisationen redan från början ange vid vilka nivåer tvångsåtgärder kommer att ske. Härigenom skapas förutsättningar för likabehandling och alltför skönsmässiga avgöranden undviks.

Frågan är då om det i en marknad för icke standardiserade optioner eller icke standardiserade terminer går att ställa upp en regel om tvångsåtgärder. Antag att en fondkommissionär initierar en handel med optioner eller terminer och att fondkommissionären fungerar som marknadsgarant och förmedlare i handeln. Oavsett om fondkommissionären handlar i egen räkning eller i kommission framstår det inte som lämpligt att fondkommissionären ges rätt att tvångsavsluta motpartens eller kundens positioner om denne underlåter att ställa föreskriven säkerhet. Däremot bör part ha rätt att säga upp avtalet till omedelbart upphörande och göra en kontantavräkning med motparten varvid ställda säkerheter får tas i anspråk.

Är icke standardiserade optioner eller icke standardiserade terminer föremål för clearingverksamhet hos en clearingorganisation bör möjligheterna till tvångsåtgärder vara desamma som vi föreslår skall gälla i handeln med standardiserade instrument.

8.4.7 Leveranskapacitet

I Sverige har bankinspektionen ställt krav på att den som utfärdar en köpoption eller förvärvar en säljoption avseende aktier eller säljer aktier på termin i princip måste inneha de underliggande aktierna i samband med avtalets ingående (leveranskapacitet). Däremot har något motsvarande krav från bankinspektionens sida inte ställts upp vad gäller ränte- och indexinstrument. OM och tidigare även SOFE har godtagit detta krav och tagit in

bestämmelser om leveranskapacitet i sina villkor. Det främsta motivet till kravet, vilket lär sakna motsvarighet utomlands, står att finna i blankningsförbudet i 23 § andra stycket fondkommissionslagen.

En blankningsaffär utmärks av att säljaren inte äger de fondpapper han överlåter utan har lånat dem av tredje man. Avsikten är att säljaren senare skall återställa de lånade fondpapperen till tredje man genom att göra täckningsköp av samma slags papper till en förhoppningsvis lägre kurs. Enligt lagen får en fondkommissionär inte "blanka" för egen räkning och ej heller medverka vid blankning för annans räkning. Blankningsförbudet omfattar inte uttryckligen den situationen att någon säljer ett fondpapper som han vid försäljningstillfället inte förfogar över. Enligt rekommendationer som bankinspektionen utfärdat skall emellertid den kund som ger en fondkommissionär i uppdrag att sälja aktier lämna ifrån sig aktierna till kommissionären på avslutsdagen eller i undantagsfall senast kl. 12 dagen därefter. Frågan om blankning utvecklas närmare i avsnitt 10.11.

Den som utfärdar en köpoption avseende ett fondpapper utfäster sig att på anfordran sälja detta till lösenpriset. Görs en sådan utfästelse av någon som inte innehar fondpapperet kan denne komma att hamna i en blankningssituation den dag då lösen begärs.

Den som förvärvar en säljoption avseende ett fondpapper äger rätt men är inte skyldig att sälja fondpapperet till lösenpriset. Innehavaren av en säljoption kommer att utnyttja optionen endast i ett läge då kurserna gått ned. Han kan då köpa fondpapperet på den öppna marknaden till ett pris som ligger under det i optionen angivna lösenpriset för att sedan sälja det till utfärdaren för lösenpriset.

I det fall då förhållandena är de motsatta, dvs. fondpapperet har ett högre pris på den öppna marknaden än lösenpriset, kommer optionen inte att utnyttjas. I det senare fallet kommer någon blankningssituation aldrig att uppstå. I det förra fallet skulle en sådan situation uppstå om optionsinnehavaren först begär att optionen skall lösas och sedan köper fondpapperen på den öppna marknaden. För att kunna sälja fondpapper som han inte äger skulle han kunna låna sådana av någon annan och därmed skulle en blankningssituation uppstå.

I praktiken torde dock innehavaren inte begära lösen om han inte äger fondpapperen eftersom han kan få samma utfall på affären genom kvittning, dvs. återförsäljning av optionen, och någon blankningssituation uppkommer då inte.

Kravet på leveranskapacitet när det gäller innehavda säljoptioner kan ifrågasättas från affärsmässiga utgångspunkter. Den som förvärvar en säljoption tror på en negativ värdeutveckling på det fondpapper som optionen avser. Att i ett sådant läge kräva att han förvärvar fondpapperet innan han förvärvar optionen strider mot normala affärsmässiga principer. Det nuvarande leveranskapacitetskravet har också lett till att handeln i säljoptioner avseende aktier är förhållandevis liten.

Den som innehar fondpapper kan av olika skäl vilja behålla dessa även om han tror att marknadsutvecklingen blir negativ. Han kan då genom

förvärv av säljoptioner försäkra sitt fondpappersinnehav vid en viss kurs- eller räntenivå. I försäkringsfallet innebär således ett leveranskapacitetskrav beträffande innehavda säljoptioner inget negativt för handeln.

Terminskontrakt avseende försäljning av fondpapper kan vara konstruerade på olika sätt vad gäller leveransskyldigheten. Enligt vissa terminskontrakt kan endast säljaren bestämma om leverans skall ske eller ej medan enligt andra denna rätt tillkommer både säljaren och köparen. I den första avtalskonstruktionen torde någon blankningssituation inte behöva uppkomma eftersom säljaren knappast begär att få leverera om han inte äger fondpapperen. I stället kommer kontantavräkning att ske. Det andra fallet däremot kan leda till uppkomsten av en blankningssituation.

Som framgått ovan är frågan om leveranskapacitet intimt förknippad med blankningsproblematiken. Optionsutredningen har mot bakgrund av vad som sagts föreslagit att leveranskapacitetskravet skall bestå såvitt gäller utfärdade köpaktieoptioner och terminskontrakt avseende aktier där köparen kan begära leverans. Däremot fann utredningen inte skäl att bibehålla leveranskapacitetskravet vad gäller innehavda säljaktieoptioner eller terminskontrakt avseende aktier där köparen inte får begära leverans.

Enligt det förslag vi lägger fram i avsnitt 10.11.3 bör blankningsförbudet i fondkommissionslagen upphävas i princip, även om vi åtminstone för ett inledningsskede föreslår betydande restriktioner för tillämpningen av blankning. Om blankningsförbudet upphävs, kan ett krav på leveranskapacitet inte motiveras utifrån detta förbud.

Kravet på leveranskapacitet skulle emellertid också kunna motiveras från den utgångspunkten att all handel med optioner och terminer som sker utan att den som går in i handeln äger den underliggande tillgången är osund. En sådan inställning leder till att leveranskapacitet skall upprätthållas för alla optioner och terminer. Mot ett sådant synsätt kan dock invändningar resas. Den som äger en värdepappersportfölj som innehåller aktier kan t.ex. vilja försäkra sig med ränteoptioner eftersom ränteförändringar ofta påverkar aktiekurserna. Ett bättre sätt är att försäkra sig med aktieindexoptioner. Inte heller i det fallet är det dock nödvändigt att den egna aktieportföljen innehåller de aktier indexet är baserat på. Det viktiga är således inte att man innehar de värdepapper som är föremål för options- eller terminshandel utan att man i derivatmarknaden kan hitta något instrument som får en positiv värdeutveckling om värdet på det egna värdepappersinnehavet faller. Det behöver därför inte uppstå någon osund spekulation i anledning av att den som agerar på derivatmarknaden inte äger de värdepapper som derivaten avser.

I Norge finns ett förslag till föreskrifter för handel med optioner. Enligt förslaget skall leveranskapacitet enligt huvudregeln finnas för utfärdade köpoptioner avseende aktier och obligationer. Några motiv till detta förslag finns inte.

I finsk lag finns en bestämmelse som föreskriver leveranskapacitet för utfärdade köpoptioner avseende aktier. Vidare föreskrivs att bankinspektionen kan bestämma att leveranskapacitet skall finnas även för utfärdade

köpoptioner avseende andra värdepapper än aktier.

Motivet till bestämmelsen är följande:

> Av avtalet kan i princip följa hur stor förlust som helst för den som utfärdar en köpoption beroende på prisutvecklingen för den underliggande egendomen. Förlustens storlek kan dock begränsas på förhand ifall av optionsutfärdaren krävs underliggande egendom som säkerhet för prestationen. Då kan den förlust som realiseras uppgå högst till skillnaden mellan anskaffningspriset för värdepapperen och den premie som har erhållits. Det föreslås att i 1 mom. krävs att den som utfärdar en köpoption för en aktie skall täcka prestationsskyldigheten enligt avtalet med pantsättning av aktierna eller med en option eller termin som avser samma aktie. Stadgandet förhindrar utfärdandet av köpoptioner för sådana aktier som optionsutfärdaren varken äger eller har rätt att kräva av någon annan.

Enligt 2 mom. kan bankinspektionen bestämma att 1 mom. skall tillämpas även på den som utfärdar sådana köpoptioner som avser andra värdepapper än aktier. Avsikten är att stadgandet skall tillämpas på köpoptioner som avser värdepapper som eventuellt i framtiden kommer ut på värdepappersmarknaden och som i fråga om prisbildningen kan jämföras med aktier.

Enligt det förslag vi lagt fram i avsnitt 8.4.6.3 skall bl.a. den som utfärdar en option ställa betryggande säkerhet. Säkerheten kommer med den definition som lämnats inte att vara så stor att den täcker hela marknadsvärdet av det underliggande värdepapperet. Vad händer då om den som utfärdat t.ex. en köpaktieoption inte, när lösen begärs, förfogar över de underliggande aktierna? För att kunna fullgöra sin skyldighet måste han förvärva aktierna på den öppna marknaden. Antag att lösenpriset enligt optionen är 200 kr./aktie och att marknadsvärdet på aktien när lösen begärs är 400 kr. Enligt förslaget om säkerheter måste utfärdaren ha lämnat säkerhet som minst motsvarar summan av ackumulerad förlust, tidsvärde och prisförändringsrisk. Den ackumulerade förlusten uppgår till 200 kr./aktie (400–200). Tidsvärdet antas vara 0 och prisförändringsrisken t.ex. 20 procent av 400 kr., dvs. 80 kr. Totalt säkerhetsbelopp blir då 280 kr. Vid lösen är optionsinnehavaren skyldig att betala lösenpriset 200 kr. till utfärdaren. Utfärdaren har dessutom säkerheter värda 280 kr. och därmed uppgår hans tillgångar till totalt 480 kr. vilket belopp täcker förvärvet av aktien på 400 kr. Med en säkerhetsmodell med föreslagen utformning behöver det inte befaras att leveransskyldigheten inte kan uppfyllas.

Ett krav på leveranskapacitet skulle vidare kunna motiveras av en önskan att motverka prismanipulationer. Om det ställs upp ett krav på att den som utfärdar köpaktieoptioner måste äga de underliggande aktierna skulle detta möjligen leda till att risken för prismanipulationer minskade. Är det frågan om stora aktieägare torde denna effekt inte uppnås eftersom en sådan inte intar så stora optionspositioner att han måste deponera alla sina aktier. En prismanipulation skulle kunna tillgå enligt följande. Den som utfärdar köpoptioner har en önskan att marknadsvärdet på den underliggande aktien inte skall överstiga lösenpriset. I ett läge där utfärdaren märker att

marknadsvärdet tenderar att stiga över lösenpriset skulle detta kunna förhindras genom att han sålde en tillräckligt stor kvantitet aktier. För större aktörer leder således leveranskapacitetskravet inte till att möjligheterna till prismanipulationer i beaktansvärd utsträckning minskar. Även om en sådan aktör måste deponera det antal aktier som svarar mot utfärdade köpoptioner så medför inte det automatiskt att han förhindras att genom försäljning av en stor aktiepost kortsiktigt påverkar kursen.

Slutsatsen av resonemanget blir att ett leveranskapacitetskrav inte i någon avgörande utsträckning minskar möjligheterna att manipulera marknaden. Frågan om prismanipulationer behandlas ytterligare i de avsnitt som rör positions- och lösenbegränsningar.

Ett upprätthållande av krav på leveranskapacitet binder onödigt stora resurser och medför administrativa problem. Vidare framstår det inte som konsekvent att upprätthålla ett sådant krav för aktieoptioner och aktieterminer men ej för övriga optioner och terminer. Internationellt, bortsett från Finland och eventuellt Norge, finns det, såvitt känt, ingen motsvarighet till det leveranskapacitetskrav som ställts upp i Sverige. Mot bakgrund härav och till att blankningsförbudet föreslås bli avskaffat samt med hänsyn till kravet på att förlustrisker på avtalen skall vara täckta av säkerheter talar övervägande skäl för att inte i lag ställa krav på leveranskapacitet. Däremot står det en clearingorganisation eller annan aktör i handeln fritt att träffa avtal om att t.ex. en utfärdare av en köpaktieoption skall deponera de underliggande aktierna.

8.4.8 Positionsbegränsningar och krav på underliggande instrument

Positionsbegränsning innebär att det sätts ett tak för hur många optioner eller terminer avseende samma underliggande tillgång som en enskild kund får köpa eller sälja. Syftet med en sådan begränsning kan vara att förhindra eller minska risken för prismanipulationer. Ett annat syfte kan vara att begränsa den totala risk som någon får utsätta sig för i handeln. Genom att införa regler om positionsbegränsningar i handeln kan man också uppnå att aktörerna blir mer jämspelta, vilket är till fördel för marknadens funktion.

I USA har positionsbegränsningsregler införts i syfte att motverka risken för prismanipulation. Begränsningarna avser antalet optioner "på samma sida". Om man utfärdar en option och köper en option i samma optionsklass kvittas dessa mot varandra och en sådan position påverkar inte begränsningsregeln. Innehar man däremot en köpoption och utfärdar en säljoption i samma optionsklass läggs dessa ihop när begränsningsregeln skall tillämpas. Detsamma gäller om man innehar en säljoption och utfärdar en köpoption i samma optionsklass.

När det gäller aktieoptioner finns tre gränser, nämligen 3 000, 5 500 och 8 000 kontrakt, som ingen får överskrida.

a) Gränsen 3 000 kontrakt gäller då kraven för 5 500 eller 8 000 kontrakt inte är uppfyllda.

b) Gränsen 5 500 kontrakt avser aktier i ett bolag där omsättningen under det senaste halvåret uppgått till minst 20 milj. aktier eller omsättningen under nämnda period varit minst 15 milj. aktier och bolagets utestående aktiestock uppgår till minst 40 milj. aktier.

c) För 8 000-kontraktsgränsen är motsvarande siffror 40 milj. aktier i omsättning under det senaste halvåret eller en omsättning på minst 30 milj. aktier och minst 120 milj. aktier utestående.

För indexoptionerna varierar det maximala antal kontrakt någon får inneha beroende på hur många aktier som indexet är baserat på. För ett brett index, dvs. ett index som baseras på ett större antal aktier, går den övre gränsen vid 25 000 kontrakt. För ett smalt index, dvs. ett index som baseras på ett fåtal aktier, varierar det maximala antalet mellan 4 000 och 8 000 kontrakt.

För optioner på obligationer och andra räntebärande papper sätts det maximala antalet optioner någon får ha genom att det anges att ingen får via optioner kontrollera mer än en viss del av det underliggande lånet.

Behovet av positionsbegränsningsregler för att motverka förekomsten av prismanipulationer är sannolikt störst när det gäller optioner och terminer avseende aktier.

I litteraturen beskrivs några olika prismanipulationstekniker. Dessa redovisas kortfattat nedan. En utförligare beskrivning finns i optionsutredningens betänkande SOU 1988:13, s. 94 ff.

En corner eller squeeze i derivathandeln uppstår när det förekommer brist på leveransbara kvantiteter i den underliggande tillgången. Den som utför manipulationen har själv skapat bristsituationen (corner) eller utnyttjar en sådan situation som uppkommit av andra orsaker (squeeze). Bristsituationen utnyttjas genom att den som genomför manipulationen förvärvar köpoptioner avseende bristvaran eller köper den på termin i sådan mängd, att han kontrollerar en större mängd av den underliggande varan än vad som är möjligt att leverera för den eller de som utfärdat köpoptionerna eller sålt varan på termin. När den som utfört manipulationen begär leverans i enlighet med options- eller terminskontrakten, kan de som är skyldiga att leverera tvingas att köpa bristvaran av den som utfört manipulationen eller av andra till priser som dikteras av dem.

S.k. minimanipulationer samt capping och pegging har det gemensamt att någon genom stora köp eller försäljningar av t.ex. aktier påverkar aktiekursen i önskad riktning för att sedan dra fördel av detta i options- och terminshandeln.

Möjligheterna att utföra dessa manipulationer kvarstår om än i mindre omfattning även om man inför positionsbegränsningsregler på derivatmarknaden. Att vidta åtgärder för att manipulera priset på den underliggande tillgången innefattar dock ett ganska stort risktagande. För att någon skall vara villig att ta en sådan risk måste möjligheten till vinst vara god om manipulationen lyckas. Genom en positionsbegränsningsregel kan man begränsa den potentiella vinsten och därmed minskar också intresset för att

utföra dessa eller andra typer av manipulationer.

Ett index baserat på flera olika aktier påverkas av kursutvecklingen för de enskilda aktierna. Genom stora köp eller försäljningar av de i indexet ingående aktierna kan indexvärdet påverkas. Ju fler olika aktier som ingår i ett index desto svårare är det att påverka och därmed minskar risken för manipulationer. Det är dock inte bara antalet ingående aktier, som avgör om indexet är lätt eller svårt att påverka, utan också om indexet domineras av en eller ett par aktier. I ett index kan olika aktier tillmätas olika tyngd, t.ex. i förhållande till bolagets aktiekapital. Kursförändringen hos aktierna i ett aktiebolag med ett stort aktiekapital ger alltså större utslag på indexet än kursförändringen på aktierna i ett mindre bolag. Domineras ett index av en eller ett par aktier uppnås en förhållandevis stor förändring av indexvärdet genom insatser riktade enbart mot dessa aktier. I hos OM och tidigare hos SOFE begagnade index ingår eller ingick emellertid 30 respektive 16 av de mest omsatta aktierna på Stockholms fondbörs. Det torde därför vara relativt svårt för någon att påverka storleken av dessa index i syfte att tjäna pengar i options- och terminsmarknaden. Man kan dock inte helt bortse från risken härför. Detta styrks av en händelse i maj 1988 då en börsmedlem under två på varandra följande dagar köpte en börspost vardera i nio respektive sju olika aktier ingående i indexet SX 16. Förfarandet ledde till att indexet påverkades.

Manipulationer inom obligationsmarknaden syftar till att påverka den allmänna räntenivån. För att detta skall lyckas krävs avsevärda insatser i vart fall om ränteförändringen skall bestå en tid. Möjligheterna för en aktör att påverka marknadsräntan under en kortare tidsrymd kan dock inte uteslutas. Vissa möjligheter till s.k. capping eller pegging torde därför finnas även vad gäller ränteoptioner.

Sammanfattningsvis kan konstateras att möjligheterna till prismanipulationer kan minskas genom införandet av positionsbegränsningsregler. Det bör dock framhållas att sannolikheten för sådana manipulationer är relativt liten så länge optioner och terminer baseras på värdepapper med hög omsättning och med stor utestående volym och vad gäller indexinstrument indexet baseras på ett större antal sådana värdepapper.

Positionsbegränsningsregler kan som nämnts även införas för att begränsa den totala risk någon får utsätta sig för i handeln.

Olika aktörer förvaltar kapital utifrån skilda förutsättningar. Kapitalet är också olika stort. Banker och försäkringsbolag är skyldiga att skydda sina kunder mot ekonomiska förluster. Det kapital de förvaltar skall ge bästa möjliga avkastning under betryggande former. Detta innebär att gjorda kapitalplaceringar inte får vara så riskfyllda att de äventyrar spararnas eller försäkringstagarnas kapital. Även andra institutioner och företag, såsom kommuner, fondkommissionsbolag, m.fl., har att utifrån de förutsättningar som anges i lag förvalta kapitalet på bästa sätt under betryggande former.

Nu uppräknade institutioner och företag har dock en betydande kapitalstyrka och det skulle krävas avsevärda felspekulationer för att verksamheten skulle vara i fara. För en enskild person däremot kan redan ett

begränsat deltagande i handeln leda till en ekonomiskt bekymmersam situation. En begränsningsregel skulle medföra att ingen försätts i en situation där han inte kan fullgöra sina skyldigheter i handeln med optioner och terminer. Detta skulle, om man beaktade vars och ens ekonomiska styrka, emellertid leda till mycket differentierade regler.

Det går därför inte att uppställa positionsbegränsningsregler utifrån varje enskild kunds ekonomiska styrka. Varje kund skall enligt vad tidigare föreslagits ställa säkerhet för sina åtaganden i handeln eller betala premien vid förvärv av optioner. Redan dessa förhållanden gör att kapitalsvaga kunder inte kan inta hur stora positioner som helst. En bank, ett försäkringsbolag och liknande företag har däremot betydande resurser och kan därigenom utsätta sig för en betydande riskexponering. Även om detta endast leder till begränsade förluster kan ett alltför stort risktagande från deras sida leda till att allmänhetens förtroende för dessa företag minskar. Det skulle vara olyckligt om allmänheten, med rätt eller orätt, fick det intrycket att deras sparade medel i betydande omfattning användes i utpräglat riskfyllda options- eller terminsaffärer. För att motverka en sådan utveckling skulle en begränsningsregel kunna leda till att riskexponeringen i den handel som här avses minskas.

En positionsbegränsningsregel är dock inte någon särskilt effektiv metod för att minska riskexponeringen i handeln om inte "taket" sätts mycket lågt. Detta kan belysas med det i avsnitt 8.4.6.7 anförda exemplet. Exemplet visar hur snabbt läget kan förändras i optionshandeln. Samma sak gäller även i handeln med terminer. Detta är dock ett extremfall och begränsningsregler kan knappast sättas utifrån dessa förhållanden.

Optionsutredningen föreslog att positionsbegränsningsregler skulle finnas i handeln. Sådana regler skulle anges av clearingorganisationerna och godkännas av bankinspektionen. Syftet med reglerna skulle vara att motverka risken för prismanipulationer och att begränsa den totala risk som någon får utsätta sig för i handeln.

Optionsutredningens förslag beträffande positionsbegränsningsregler har fått ett blandat mottagande. Av de instanser som särskilt uppehållit sig vid dessa bestämmelser har bankinspektionen tillstyrkt att positionsbegränsningsregler införs. NO, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Föreningsbankers förbund, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Svenska Försäkringsbolags Riksförbund, Folksam, Clearing Control Handelsbolag, OM och SOFE har avstyrkt förslaget. Flertalet av dessa har ansett att det bör ankomma på clearingorganisationen ensam att avgöra om positionsbegränsningar behövs eller ej. Kritiken mot utredningens förslag har i första hand riktats mot att utredningen inte givit någon närmare ledning för hur begränsningsreglerna faktiskt skall se ut och mot de kontrollsvårigheter som sådana regler leder till. Behovet av positionsbegränsningar kan också, framhålls det, variera från serie till serie beroende på marknadssituationen. Vidare påpekas att någon anledning att införa positionsbegränsningsregler för att minska någons totala risk inte behövs med hänsyn till säkerhetssystemet.

I Finland har i lag om handel med standardiserade optioner och terminer införts en regel om begränsning av kontopositioner. Där anges att ett optionsföretags reglemente skall innehålla bestämmelser om begränsning av storleken på optionskontopositioner och kundens åliggande i förhållande till den underliggande egendomens storlek samt om möjligheterna att avsluta ett options- och terminskonto då de förluster som riskerna i anslutning till kontopositionen medför utgör ett hot mot förtroendet för optionsmarknaden. I motiven till bestämmelsen sägs:

> Eftersom options- och terminsavtalen gäller överlåtelse av den underliggande egendomen i framtiden finns det inte några nödvändiga begränsningar för den mängd underliggande egendomen som de täcker och som skulle följa av den mängd underliggande egendom som omsätts. Med tanke på options- och terminsmarknadernas tillförlitlighet är det nödvändigt att det inte råder någon uppenbar disproportion mellan mängden options- och terminsavtal och underliggande egendom på marknaden t.ex. så, att optionsutfärdaren skulle ha utfäst sig att överlåta fler aktier än vad som finns.
>
> Därför skall optionsföretagets reglemente ge en möjlighet att begränsa storleken av de positioner som kan tas på marknaden och det ansvar som positionerna medför. Det föreslås att det konkreta innehållet i begränsningarna lämnas beroende av den prövning som optionsföretaget och den myndighet som fastställer reglementet företar. Paragrafen förpliktar vidare optionsföretaget att i sitt reglemente reservera en möjlighet att sluta optionskontot då de förluster som riskerna i anslutning kontopositionerna möjliggör hotar tilltron till optionsmarknaden. Ett optionsföretag skall således vara berett att sluta uppenbara riskplaceringar då marknadens allmänna bästa kräver det.

Den i Finland rådande ordningen innebär således att det vid utformandet av begränsningsreglerna skall beaktas att den totala utestående volymen av optioner och terminer inte får avse t.ex. flera aktier än vad ett bolag givit ut. Fördelen med en sådan regel är att det är relativt lätt att fastställa den övre totala nivån i det fall handeln omfattar optioner och terminer på enskilda värdepapper. Avser handeln indexinstrument ger dock regeln ingen ledning för var den högsta godtagbara utestående volymen skall ligga. Eftersom den totala utestående volymen kommer att vara begränsad leder en sådan regel till att ju färre aktörer som agerar på marknaden desto större positioner kan var och en av dem inta samt till att aktörer som omedelbart intar sina maximala positioner kommer att inkräkta på övriga aktörers möjligheter att agera i handeln. Det synes därför vara tveksamt om en sådan regel bör införas. Behovet av att på detta sätt kunna begränsa den totala utestående volymen är inte heller särskilt stort. Teoretiskt skulle den situationen kunna inträffa att det uppstod brist på leveransbara kvantiteter av det underliggande värdepapperet. Det vanligaste sättet att avsluta ett options- eller terminskontrakt är dock inte att begära lösen utan i stället avslutas kontrakten genom kvittning eller kontantavräkning. På grund härav och med hänsyn till att optioner och terminer inte, vilket framgått tidigare, bör få förekomma på värdepapper med liten utestående volym är sannolikheten

för att en sådan bristsituation inträffar liten. Tillräckliga skäl att införa positionsbegränsningsregler i syfte att motverka förekomsten av sådana bristsituationer föreligger därför inte.

Som framgått av vad som tidigare sagts skall kraven på säkerhet leda till att benägenheten att ta risker i handeln minskar. Detta bör vara en tillräcklig åtgärd och det saknas därför skäl att utifrån förlustrisken dessutom införa positionsbegränsningsregler.

Ett ytterligare skäl mot införandet av positionsbegränsningsregler är att de kan bli svåra att övervaka. Detta gäller främst i det fall handel med optioner och terminer avseende samma underliggande värdepapper eller avseende samma eller liknande index förekommer på flera olika marknader. Handel med terminer avseende riksobligationer förekommer t.ex. både på obligationsmarknaden och vid OM. I dag finns inga andra praktiska möjligheter att få en fullständig bild av en aktörs totala terminshandel med riksobligationer än att fråga aktören själv.

Kontrollsvårigheterna kan också illustreras med förhållandet mellan OM:s och SOFE:s instrument, innan SOFE upphörde med sin verksamhet. De indexinstrument som OM och SOFE erbjöd marknaden liknade varandra. Värdeutvecklingen för dem var likartad och de aktier som ingick i de båda indexserierna OMX och SX 16 var delvis gemensamma. Samma riskexponering kunde uppnås oavsett om man handlade i OMX eller SX 16. Motsvarande förhållanden gällde de aktieoptioner som erbjöds av både OM och SOFE och som avsåg samma aktie.

Införs det regler om positionsbegränsning finns det således starka skäl som talar för en summering av de positioner som intagits vad gäller optioner och terminer avseende samma värdepapper eller baserade på samma eller ett liknande index. Kontrollen av att en sådan positionsbegränsning följs skulle bli komplicerad. För att kontrollen skulle fungera torde krävas i vart fall en daglig rapportering till t.ex. bankinspektionen om intagna positioner. Rapporteringsskyldighet skulle kunna åläggas handlare och förmedlare samt börser och clearingorganisationer.

Optionsutredningen fann att en sådan positionsbegränsningsregel som avsåg de sammanlagda positionerna endast skulle få begränsade fördelar. Skälen härför var att risken för manipulationer fick anses vara relativt liten vad gäller de optioner och terminer som finns på den svenska marknaden i dag. Vidare pekade utredningen på det förhållandet att banker, försäkringsbolag, kommuner m.fl. numera torde vara betydligt försiktigare än tidigare. Mot bakgrund härav och med beaktande av de kontrollsvårigheter och andra problem som en sådan regel skulle föra med sig föreslog optionsutredningen att de positionsbegränsningsregler som enligt utredningens förslag skulle finnas i handeln enbart skulle avse begränsningar vid en och samma clearingorganisation.

Fördelen med en sådan regel är att kontrollen underlättas. Nackdelen är att i de fall optioner och terminer avseende samma värdepapper handlas på flera olika marknader regeln inte på något avgörande sätt vare sig motverkar risken för prismanipulationer eller minskar riskexponeringen i handeln.

Aktieoptions- och aktieterminsmarknaden i dag omfattar endast börsregistrerade aktier med en hög omsättning och med en tillfredsställande ägarspridning. I det aktieindex som i dag är föremål för options- och terminshandel ingår de 30 mest omsatta börsregistrerade aktierna och ränteoptions- och ränteterminsmarknaden baseras på riksobligationer och statsskuldväxlar. Mot bakgrund härav synes behovet av att införa positionsbegränsningsregler med beaktande av risken för prismanipulationer inte vara särskilt stort. Med hänsyn till de föreslagna kraven på säkerhet synes inte heller positionsbegränsningsregler behövas för att motverka att det förekommer en alltför stor riskexponering i handeln. På grund av det anförda och även med beaktande av de kontrollsvårigheter som en sådan regel skulle föra med sig bör positionsbegränsningsregler inte införas. Det bör i stället skapas garantier för att de optioner och terminer som förekommer på marknaden inte är sådana att risken för prismanipulationer ökar. Detta kan ske genom att det i lag anges vissa allmänt hållna förutsättningar för de fondpapper och andra finansiella instrument eller index som sådana instrument får vara baserade på. Dessa regler bör gälla för standardiserade optioner eller terminer. För individuellt utformade optioner och terminer bör däremot sådana regler inte införas. Skälet härtill är att handeln i sådana instrument ofta inte blir så stor. Upptas sådana instrument för handel vid en börs eller blir de föremål för clearingverksamhet vid en clearingorganisation bör dock samma regler som för standardiserade instrument gälla.

I finsk lag har bestämmelser givits om vilka krav som skall gälla för det underliggande värdepapperet och för index som är föremål för options- och terminshandel. För aktieoptioner och aktieterminer krävs att aktien är inregistrerad på finsk fondbörs och att antalet aktieägare, fördelningen av ägandet och omsättningen är sådan att en tillförlitlig kurssättning av derivaten kan ske. Utgörs det underliggande värdepapperet av skuldebrev eller annan förbindelse som avkastar ränta krävs att handeln med dessa är sådan att den möjliggör en tillförlitlig kursbildning på derivaten. Index som är föremål för derivathandel måste räknas ut på grundval av prisutvecklingen för värdepapper som tagits upp på listan av en finsk fondbörs. Metoden för uträknande av index skall vara entydigt definierad.

Mot bakgrund av vad som sagts föreslår vi en regel som anger hur standardiserade optioner och terminer skall vara konstruerade för att få förekomma. Syftet med regeln är att minska förutsättningarna för prismanipulationer och att främja en tillförlitlig kurssättning. När det gäller optioner och terminer relaterade till aktier eller annan delägarrätt i en juridisk person eller andelar i en aktiefond bör det anges att det underliggande fondpapperet skall vara inregistrerat vid svensk eller utländsk börs och ha en tillfredsställande omsättning och ägarspridning. När det gäller optioner och terminer som baserar sig på räntebärande instrument eller liknande kapitalförbindelser bör krävas att omfattningen av handeln och storleken på lånet eller förbindelsen är tillfredsställande. Indexrelaterade optioner och

terminer bör endast få bli föremål för handel om indexet baseras på kursen eller ränteutvecklingen för fondpapper eller andra finansiella instrument i vilka det sker en tillfredsställande handel. Speglar indexet prisutvecklingen på aktier och andra delägarrättsrelaterade instrument bör dessa vara inregistrerade vid svensk eller utländsk börs. Det är viktigt att metoden för uträknande av index är utförligt redovisad. Det kan tänkas att det underliggande värdet utgörs av annat än fondpapper och andra finansiella instrument eller index av annat slag än som nyss sagts. Det bör då krävas att sådana optioner och terminer inte får bli föremål för handel om inte de syften som angivits ovan kan upprätthållas i tillfredsställande grad. Även i ett sådant fall skall indexet vara utförligt redovisat. Vad som nu sagts bör gälla även för det värde som s.k. syntetiska optioner och syntetiska terminer baseras på, jfr avsnitt 16.1 vid 2 §.

Det bör ankomma på bankinspektionen att övervaka att regeln efterlevs. Om det på marknaden introduceras optioner eller terminer som strider mot bestämmelsen bör inspektionen ges möjlighet att förbjuda handeln. Inspektionen bör också ha möjlighet att på begäran avge ett icke formaliserat förhandsbesked, innan handeln med en på visst sätt konstruerad option eller termin tar sin början, om konstruktionen kan godtagas.

8.4.9 Lösenbegränsningar

Med lösenbegränsningar inom options- och terminshandeln avses att en part, under en viss tidsperiod, inte får begära leverans av den underliggande tillgången i fråga om ett större antal optioner eller terminer än som särskilt fastställts.

Syftet med lösenbegränsningsregler är att minska effekterna i en corner- eller squeezesituation. Sådana regler utgör därför ofta ett komplement till positionsbegränsningsregler. Skälet till att det inte anses tillräckligt med enbart positionsbegränsningar för att motverka sådana prismanipulationer är att den som vill utföra en corner eller en squeeze kan inta det maximala antal positioner som positionsbegränsningsregeln anger och därefter utnyttja dessa genom lösen varefter han på nytt intar samma antal positioner för att därefter ånyo utnyttja dessa genom lösen osv. På detta sätt skulle alltså en positionsbegränsningsregel komma att sakna eftersträvad effekt. Enligt de lösenbegränsningsregler som gäller i USA får en aktör inte genomföra lösen av fler kontrakt än som anges i positionsbegränsningsreglerna under fem på varandra följande affärsdagar.

Såsom framgått av föregående avsnitt har vi inte funnit tillräckliga skäl föreligga för införandet av positionsbegränsningsregler. Detta utesluter dock inte automatiskt införandet av lösenbegränsningsregler. I föregående avsnitt har framhållits att risken för att det inträffar en corner- eller squeezesituation i de optioner och terminer som förekommer på den svenska marknaden i dag är liten. Genom att införa krav på de underliggande värdepapperen vad gäller omsättning, ägarspridning och utestående volym garanteras i tillräcklig grad att det inte introduceras optioner och terminer

som kan användas för att tillskapa corner- eller squeezesituationer. På grund härav har vi inte heller funnit skäl att i lag införa lösenbegränsningsregler. Till detta kan läggas att kontrollsvårigheterna vad gäller en sådan regel är lika stora som i fråga om positionsbegränsningsregler.

8.4.10 Tillsyn m.m.

Den reglering som föreslagits i detta kapitel bör i princip gälla generellt och den är således inte enbart avsedd att reglera den verksamhet som bedrivs av börser, clearingorganisationer, banker, fondkommissionsbolag och andra på värdepappersmarknaden särskilt auktoriserade subjekt. Lagstiftningen föreslås således gälla även för dem som inte står under inspektionens tillsyn. Förslaget överensstämmer därmed med den uppläggning som gäller för värdepappersmarknadslagen. I likhet med vad som gäller enligt den lagen bör bankinspektionen övervaka efterlevnaden av de bestämmelser som föreslagits i detta kapitel.

8.4.11 Råvaru- och valutaderivat

Diskussionen i detta kapitel har rört optioner och terminer baserade på fondpapper eller fondpappersbaserade indexoptioner och indexterminer. Skälet härtill är att vårt uppdrag avser en översyn av värdepappersmarknaden. Det är möjligt att detta synsätt är alltför snävt.

Utomlands finns en utvecklad handel med standardiserade råvaruderivat, främst terminer. I USA utnyttjas råvaruderivatmarknaden endast till 10 procent av jordbrukare. I handeln agerar s.k. locals vilka fungerar ungefär på samma sätt som market makers. Kontrakten i handeln avslutas vanligtvis genom kvittning eller kontantavräkning. De flesta som deltar i handeln utnyttjar således marknaden för råvaruderivat som en finansiell marknad. Samma sak gäller för valutaderivatmarknaden och derivatmarknaden för indexinstrument där indexet är baserat på prisförändringarna på någon råvara, t.ex. olja. Det är således mera frågan om att på samma sätt som i aktiemarknaden göra en bedömning av om priset på råvarorna eller valutakurserna kommer att stiga eller sjunka än att försäkra sin skörd eller sitt utlandskontrakt mot prisfall. Råvaru- och valutaderivat används således internationellt som finansiella instrument. Föreskrifter om säkerheter m.m. gäller därför även i sådan handel.

För att det skall kunna bli aktuellt med en derivatmarknad för råvaror i Sverige måste det finnas en väl utvecklad avistamarknad med en tillförlitlig kurssättning. Den prissättningen behöver inte ske i Sverige utan kan lika väl ske i utlandet. Optioner och terminer på t.ex. guld och silver är tänkbara produkter. Inget hindrar att man i en sådan handel slopar möjligheten att begära leverans av den underliggande metallen.

Optionsutredningens förslag omfattar även råvaru- och valutaderivat. Enligt utredningens förslag skall t.ex. säkerheter ställas även i denna handel.

Vi har i likhet med optionsutredningen funnit att råvaru- och valutaderivat i handeln ofta behandlas på samma sätt som derivat baserade på fondpapper och andra finansiella instrument. Mot bakgrund härav föreslår vi att de särskilda bestämmelserna i våra förslag om handel med derivat skall tillämpas även på råvaru- och valutaderivat.

9 Grundläggande regler för aktiebolag med allmänt spridda aktier

9.1 Behovet av en reglering

Som framgår av avsnitt 7.4.2.1 anser vi att merparten av all aktiehandel bör ske på Stockholms fondbörs och under börsstyrelsens ansvar. Vi föreslår därför i avsnitt 7.4.2.2 ändringar av de formella förutsättningarna för inregistrering av fondpapper vid fondbörsen. I huvudsak innebär vårt förslag att börsstyrelsen ges möjlighet att göra en friare prövning av en ansökan om inregistrering av en aktie vid fondbörsen. Det innebär att aktier som i dag inte till fullo motsvarar de formella krav som uppställs för inregistrering på Stockholms fondbörs i vissa fall kommer att kunna bli inregistrerade. För inregistrering måste dock krävas bl.a. ett visst mått av spridning av aktierna på marknaden. Vi föreslår också i avsnitt 7.5 att börsstyrelsen övergångsvis skall ha ansvaret för handeln med icke inregistrerade aktier som sker i börshuset. Sådan handel får dock enligt vårt förslag förekomma endast om bolaget åtagit sig ett informationsansvar gentemot marknaden. Dylika åtaganden har gjorts av de bolag vilkas aktier är noterade på OTC-listan eller O-listan. Bolagen har genom avtal eller genom en förbindelse förbundit sig att följa i stort sett samma informationskrav som fondbörsens inregistreringskontrakt ställer upp för bolag med inregistrerade aktier. Som en följd av förslaget kommer aktiebolag, vilkas aktier är inofficiellt noterade men som inte accepterat att aktierna förs upp på O-listan eller OTC-listan, inte att omfattas av fondbörsstyrelsens tillsyn och ej heller vara skyldiga att lämna information till marknaden på det sätt som gäller för aktiebolag inom fondbörsens ansvarsområde.

Vi har gjort den bedömningen att antalet bolag som icke är föremål för någon kursnotering vid fondbörsen och vilkas aktier är spridda till hundra ägare eller fler och föremål för viss regelbunden handel utgör ungefär ett hundratal. Antalet varierar dock och blir också beroende av hur vårt förslag avseende aktiehandeln vid fondbörsen kommer att tillämpas och vilket intresse som kommer att föreligga hos mindre aktiebolag att söka sig till fondbörsens handelssystem. Vilka bolag som slutligen kommer att bli föremål för handel och kursnotering på Stockholms fondbörs är därför en öppen fråga. Den publika handeln utanför fondbörsen torde i regel komma att avse mindre bolag vilkas aktier är allmänt spridda men mer sällan omsatta. Handeln torde dock även komma att avse aktiebolag av sådan storlek och spridning av aktierna att de redan med nuvarande regler borde ha sina aktier noterade på Stockholms fondbörs. Det är fråga om aktiebolag av

mycket varierande slag men sannolikt kommer de flesta aktiebolagen att vara förhållandevis små och ha en sporadisk omsättning av sina aktier.

I åtskilliga fall har de bolag vilkas aktier blir föremål för handel utanför fondbörsen en kort verksamhetsperiod bakom sig. Ibland kommer det sannolikt att vara så att man går ut med en emission till marknaden för att skaffa erforderligt verksamhetskapital i samband med att bolaget bildas eller i vart fall verksamheten kraftigt utvidgas. I vissa fall kommer det att vara fråga om riskfyllda placeringar med möjlighet till såväl stora vinster som stora förluster, t.ex. i fråga om vissa projekt inom energibranschen. I en del av fallen visar det sig att affärsidén inte är gångbar och att bolaget på ett eller annat sätt upphör med sin verksamhet efter en relativt kort tid.

Sannolikt är flertalet av de personer som placerar sina pengar i denna typ av företag medvetna om riskerna. Oavsett om det förhåller sig på det sättet måste dock möjlighet finnas för dessa placerare att kontinuerligt kunna bedöma de risker som placeringarna innebär. När aktiebolaget första gången vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning måste informationen om företaget vara utförlig och vederhäftig. Detta krav bör även gälla när ett aktiebolags aktier blivit allmänt spridda, även om aktiebolaget inte från början vänt sig till allmänheten för kapitalanskaffning.

En av grundtankarna bakom själv idén med aktiebolag är spritt ägande med begränsat risktagande. För en aktieägare finns det ingen annan möjlighet att frigöra sitt kapital än att avyttra sina aktier. Skälet kan vara en önskan att omplacera kapitalet men det kan också vara aktieägarens behov av att skydda sig mot en bolagsledning som enligt aktieägarens uppfattning inte sköter aktiebolagets verksamhet på ett tillfredsställande sätt. Aktiernas omsättbarhet kan sålunda sägas vara ett led i aktiebolagslagens skydd för aktieägarminoriteten. Med hänsyn till det förhållandet måste det finnas vissa grundläggande regler om att aktiebolag skall lämna information som gör det möjligt för aktieägarna att bedöma värdet på de aktier som är föremål för handel oavsett hur och var handeln sker. Även i andra hänseenden kan det finnas behov av särskilt skydd för aktieägare i bolag vars aktier är allmänt spridda.

Under senare år har andelar i ett antal kommanditbolag spritts till en bredare allmänhet. Innehavaren av kommanditandelen, kommanditdelägaren, svarar inte för bolagets förbindelser m.m. med mer än vad han satt in eller åtagit sig att sätta in i bolaget. Hans insats i kommanditbolaget är begränsat till andelens storlek och det ekonomiska ansvaret i ett sådant fall är snarlikt det som följer med ett aktieinnehav. Det har också förekommit att kommanditandelarna blivit föremål för handel bland allmänheten. Kommanditandelarna har då ofta via annonser i dagspressen bjudits ut till försäljning. I likhet med vad som gäller för aktier bör det, om kommanditandelar sprids till den kapitalplacerande allmänheten, krävas att informationen om kommanditbolagets verksamhet präglas av fullständighet, korrekthet, omedelbarhet och samtidighet.

Omfattningen av den bedrivna handeln med kommanditandelar är dock enligt vår bedömning för närvarande inte av den storleken att vi anser att det nu finns skäl att föreslå en reglering på området. Med hänsyn till den

vikt som måste fästas vid att informationen till allmänheten är av god kvalitet i samband med kapitalplaceringar anser vi dock att den kommande utvecklingen på området måste följas med största uppmärksamhet och att det, om handeln får större omfattning eller missförhållanden konstateras, bör bli aktuellt med en reglering. En sådan reglering skulle kunna ske i anslutning till lagen (1980:1103) om årsredovisning m.m. i vissa företag.

9.2 Nuvarande ordning

Genomgången tar främst sikte på de regler som har till ändamål att skydda enskilda aktieägare som handlar på aktiemarknaden. Avsikten är att kartlägga de viktigaste skillnaderna mellan de krav som ställs på aktiebolag vilkas aktier är inregistrerade på fondbörsen eller på annat sätt anslutna till fondbörsen och de regler som gäller för aktiebolag vilkas aktier inte omfattas av fondbörsens verksamhetsområde.

9.2.1 Aktiebolagslagen

När ett aktiebolag uppnått en bestämd storlek åläggs bolagen i vissa hänseenden strängare krav än vad som gäller för mindre aktiebolag. I 10 kap. 3 § aktiebolagslagen stadgas att minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad, om tillgångarnas nettovärde i bolaget enligt fastställda balansräkningar för de två senaste räkenskapsåren överstiger ett gränsbelopp som motsvarar 1 000 gånger det basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring som gällde den sista månaden av resp. räkenskapsår eller om antalet anställda hos bolaget under de två senaste räkenskapsåren i medeltal överstigit 200 eller om bolagets aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs. De tre uppräknade rekvisiten är oberoende av varandra.

Denna avgränsning är, förutom vad gäller frågan om auktoriserad revisor, bestämmande även i övrigt när det gäller att avgöra om vissa särskilda krav som uppställs i aktiebolagslagen skall vara tillämpliga på bolaget. I ett fall, 4 kap. 1 § aktiebolagslagen, är kraven dock lindrigare inom denna grupp, nämligen för bolag vilkas aktier är noterade vid Stockholms fondbörs, och det gäller vid nyemission till underkurs. En sådan nyemission är inte tillåten för andra bolag. För att den skall få ske krävs dock att skillnaden mellan vad som skall betalas för de nya aktierna och deras sammanlagda nominella belopp tillförs aktiekapitalet genom överföring från bolagets eget kapital eller uppskrivning av anläggningstillgångar.

I 4 kap. 18 § föreskrivs att när ett aktiebolag, vars aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs eller uppfyller något av de två andra rekvisit som medför skyldighet att ha en auktoriserad revisor, offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar en inbjudan att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget skall styrelsen i bolaget upprätta en särskild redogörelse för bolagets förhållanden (emissionsprospekt). En förutsättning är dock att vederlaget kan komma att uppgå till minst 1 miljon kronor.

Skyldigheten att upprätta emissionsprospekt åligger även styrelsen när en aktieägare i bolaget offentliggör eller på annat sätt riktar en inbjudan till en vidare krets att förvärva aktier eller teckningsrätter i bolaget. Även i dessa fall skall det dock vara frågan om ett vederlag på minst 1 miljon kronor. Begreppet "vidare krets" har i praxis kommit att innebära att antalet tecknare resp. köpare kan beräknas överstiga 200.

Bestämmelser om innehållet i emissionsprospekt finns i 4 kap. 20–22 §§ aktiebolagslagen. Ett emissionsprospekt skall bl.a. innehålla balansräkningar avseende utgången av de tre senaste räkenskapsår för vilka årsredovisning och revisionsberättelse avgivits och resultaträkningar för dessa tre räkenskapsår samt ett sammandrag av de uppgifter som det ålegat bolaget att ta med i de tre årens förvaltningsberättelser. Vissa uppgifter om lagerreserv och en finansieringsanalys skall tas med i prospektet. Om bolaget är moderbolag skall det ta in koncernresultaträkning och koncernbalansräkning för de tre senaste räkenskapsåren. I emissionsprospektet skall upplysning lämnas om sådana för bedömningen av bolagets verksamhetsresultat och ställning viktiga förhållanden och händelser i övrigt av väsentlig betydelse för bolaget vilka hänför sig till tiden efter utgången av de tre senaste räkenskapsåren. Framläggs emissionsprospektet senare än åtta månader efter utgången av det senaste räkenskapsår, för vilket årsredovisning och revisionsberättelse avgivits, skall emissionsprospektet innehålla uppgifter motsvarande delårsrapport. Dessa uppgifter skall avse tiden från utgången av nämnda räkenskapsår till en dag ej tidigare än tre månader före emissionsprospektets tillhandahållande. Prospektet skall även innehålla en kortfattad historik över bolaget och dess verksamhet, redogörelse för bolaget och, om dotterföretag finnes, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftsställen samt för dess ställning inom branschen, uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare och redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier. Börsbolagen har till skillnad från övriga rätt att utelämna den historiska beskrivningen av verksamheten. Uppgifterna av bolagets revisorer och granskningen skall intas i emissionsprospektet.

Skyldigheten att upprätta emissionsprospekt omfattar inte enbart aktiebolag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs utan även andra större bolag. Det innebär dock inte att alla bolag, vilkas aktier är allmänt spridda, omfattas av bestämmelserna. Relativt många av de mindre aktiebolag som är föremål för publik handel faller utanför de tre förut angivna kategorierna och omfattas sålunda inte av reglerna.

I 5 kap. aktiebolagslagen som handlar om konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning föreskrivs i 16 § att reglerna om emissionsprospekt vid nyemission skall äga motsvarande tillämpning när börsbolag eller andra större aktiebolag eller aktieägare i sådana bolag offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva av bolaget utgivna skuldebrev eller optionsbevis. Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger dock endast om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst 1 miljon kronor.

I 7 kap. aktiebolagslagen finns bland annat intaget bestämmelser om aktiebolags rätt att upptaga vissa penninglån. Upptagande av lån mot obligationer eller andra skuldebrev med rätt till ränta vars storlek är helt eller delvis beroende av utdelning till aktieägare i bolaget eller bolagets vinst (s.k. vinstandelsbevis) beslutas av bolagsstämman eller bolagets styrelse efter bemyndigande av stämman. När lånet skall presenteras är börsbolag och andra större aktiebolag som är pliktiga att ha auktoriserad revisor skyldiga att upprätta ett emissionsprospekt som vid nyemission, om bolaget offentliggör eller på annat sätt till en vidare krets riktar inbjudan att förvärva vinstandelsbevisen. Skyldighet att upprätta emissionsprospekt föreligger dock endast om summan av de belopp som till följd av inbjudan kan komma att erläggas uppgår till minst 1 miljon kronor.

Som tidigare omnämnts ställs enligt 10 kap. 3 § aktiebolagslagen ett högre kompetenskrav på revisorer i aktiebolag vilkas aktier eller skuldebrev är noterade vid Stockholms fondbörs eller vilkas tillgångar i nettovärde överstiger ett visst gränsbelopp eller vilkas anställda överstiger ett visst antal. I dessa fall fordras att minst en av bolagsstämman utsedd revisor skall vara auktoriserad. Regeringen eller myndighet som regeringen bestämmer kan i fråga om ett bolag med ett visst nettovärde på tillgångarna eller bolag med ett visst antal anställda förordna att bolaget får utse viss godkänd revisor i stället för auktoriserad revisor. Meddelas ett sådant beslut är det giltigt i högst fem år. Bolag vars aktier är noterade vid Stockholms fondbörs kan inte erhålla dispens från skyldigheten att utse auktoriserad revisor.

När det gäller aktiebolags årsredovisning m.m. finns även strängare krav för börsbolag och andra större bolag. I 11 kap. 5 § aktiebolagslagen stadgas att endast de aktiebolag som är skyldiga att ha en auktoriserad revisor behöver i balans- och resultaträkning i årsredovisningen ange storlek och förändring av lagerreserven. I 11 kap. 9 § föreskrivs att samma bolag är skyldiga att till förvaltningsberättelsen foga en finansieringsanalys som skall redovisa bolagets finansiering och kapitalinvesteringar under räkenskapsåret.

Krav enligt aktiebolagslagen att avge minst en delårsrapport under räkenskapsår som omfattar mer än tio månader åligger bara gruppen bolag som är skyldiga att ha en auktoriserad revisor (4 kap. 12–14 §§). Delårsrapporten skall avse bolagets verksamhet från räkenskapsårets början och omfatta minst hälften och högst två tredjedelar av räkenskapsåret. I delårsrapporten skall översiktligt redogöras för verksamheten och resultatutvecklingen i denna samt för investeringar och förändringar i likviditet och finansiering sedan föregående räkenskapsårs utgång. Vidare skall lämnas beloppsuppgift om omsättningen och resultatet före bokslutsdispositioner och skatt under rapportperioden. Om särskilda skäl föreligger, får en ungefärlig beloppsuppgift beträffande resultatet lämnas. Motsvarande uppgifter för samma rapportperiod under föregående räkenskapsår skall även lämnas om inte särskilda hinder möter mot det. Rapporten skall sändas till de aktieägare som begär det.

9.2.2 Leo-lagen

Tillämpningsområdet för lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m., den s.k. Leo-lagen, är avgränsat till aktiemarknadsbolag eller dotterbolag till sådana bolag. Bestämmelserna reglerar tillfällen när denna typ av bolag fattar beslut om nyemission av aktier eller emission av konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller om överlåtelse av aktier eller skuldebrev av detta slag som har utfärdats av ett bolag inom samma koncern, allt under förutsättning att åtgärden riktas mot bolagets ledning eller anställda eller vissa andra närstående personer.

Beslut om riktad emission av aktier eller skuldebrev skall för att bli giltigt fattas eller godkännas av bolagsstämma i det emitterande bolaget med en kvalificerad majoritet i vissa fall när aktieägarna i bolaget inte får företrädesrätt till teckning i förhållande till det antal aktier de äger förut eller enligt vad som föreskrivs i bolagsordningen. Beslutet skall fattas eller godkännas av aktieägare vid bolagsstämma med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna. Denna majoritet fordras när företrädesrätt vid emissionen i stället för till aktieägarna lämnas till styrelseledamöter, suppleanter, verkställande direktör, vice verkställande direktör och anställda i det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern. Samma sak gäller om det är fråga om make, sambo eller omyndiga barn till de uppräknade personkategorierna. Om någon av de nämnda personerna ensam eller tillsammans med annan av de som uppräknas har bestämmande inflytande över en juridisk person, vilken kommer i åtnjutande av den riktade emissionen, krävs också i dessa fall en sådan kvalificerad majoritet vid bolagsstämman som sagts förut för att företrädesrätten vid emissionen skall vara giltig. Vid beslut om emission i dotterbolag som inte är aktiemarknadsbolag fordras förutom kvalificerad majoritet vid dotterbolagets bolagsstämma även att emissionen godkänts genom beslut på bolagsstämman i det aktiemarknadsbolag som är moderbolag.

För att förhindra att reglerna om emissionsbeslut sätts ur spel genom att emissionen riktas till ett aktiebolag i samma koncern som i sin tur överlåter de emitterade värdepapperen till personer som redogjorts för ovan har regler om dylika överlåtelser förts in i lagen.

Har ett aktiebolag emitterat aktier eller konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning med företrädesrätt till teckning för ett aktiebolag i samma koncern får det senare bolaget inte överlåta aktierna eller skuldebreven eller till skuldebreven hörande optionsrätter till någon av de tidigare uppräknade personkategorierna utan att beslut fattats om detta av bolagsstämma i det bolaget. Även i överlåtelsefallen fordras nio tiondelars majoritet på sätt som tidigare redogjorts för. För att ett beslut om överlåtelse från ett dotterbolag som inte är ett aktiemarknadsbolag skall bli giltigt fordras dessutom att överlåtelsen godkänts genom beslut på bolagsstämma i det aktiemarknadsbolag som är moderbolag i

koncernen. Ett moderbolag får inte heller i övrigt överlåta aktier i ett dotterbolag till de nämnda personkategorierna utan att beslut om detta fattats av bolagsstämman i moderbolaget. Om det överlåtande moderbolaget inte är aktiemarknadsbolag men det i sin tur har ett moderbolag som är aktiemarknadsbolag fordras för att överlåtelsen skall bli giltig dessutom att överlåtelsen godkänns genom beslut på bolagsstämma i det sistnämnda moderbolaget. Om de redovisade bestämmelserna inte iakttas blir överlåtelserna ogiltiga.

Redogörelse för de riktade emissionerna skall lämnas i det emitterande aktiebolagets förvaltningsberättelse för det räkenskapsår under vilket emissionsbeslutet blivit registrerat. På samma sätt skall även redogörelse lämnas för överlåtelse av aktier eller skuldebrev i det överlåtande aktiebolagets förvaltningsberättelse för det räkenskapsår som förvärvet hänför sig till.

9.2.3 Regler för Stockholms fondbörs

Handel med och notering av kurs vid fondbörsen får enligt 18 § lagen (1979:749) om Stockholms fondbörs endast avse fondpapper som är inregistrerade där. Beslut om inregistrering meddelas av börsstyrelsen. För inregistrering av fondpapper uppställs i 19 § vissa grundläggande krav. Förutom dessa krav fordras utfästelse av utgivaren eller den som trätt i hans ställe att offentliggöra upplysningar om verksamheten. Vidare föreligger en skyldighet enligt 23 § att lämna börsstyrelsen de upplysningar som styrelsen anser behövliga för att styrelsen skall kunna fullgöra sina uppgifter. I förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs finns i 11 § 6 intagen föreskrift att till ansökan om inregistrering av aktier vid Stockholms fondbörs skall fogas en utfästelse av bolaget att enligt formulär som fastställts av börsstyrelsen dels offentliggöra upplysningar om bolaget och dels medverka till att börsstyrelsen skall kunna fullgöra sina uppgifter enligt lagen om Stockholms fondbörs och annan författning. Dessa bestämmelser gäller även i tillämpliga delar för inregistrering av utländska aktier. De formulär som omtalas i författningarna har kommit att kallas för inregistreringskontrakt. Kontraktet är att betrakta som ett civilrättsligt avtal mellan Stockholms fondbörs och dem som har sina värdepapper inregistrerade på fondbörsen.

Ett nytt inregistreringskontrakt har utarbetats av Stockholms fondbörs i samarbete med Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund. Det nya kontraktet har trätt i kraft den 1 januari 1989.

Det nya inregistreringskontraktet består dels av ett baskontrakt och dels två bilagor som fogats till baskontraktet. Baskontraktet innehåller vissa grundläggande regler om upplysningsskyldighet, sekretess, delgivning och offentliggörande samt om vad som kan ske vid åsidosättande av avtalet. I bilagorna finns intagna mer detaljerade bestämmelser liksom hänvisning till Näringslivets börskommittés rekommendationer avseende offentligt erbjudande om aktieförvärv och offentliggörande vid förvärv av större aktieposter.

Avsikten med uppdelningen av kontraktet i ett baskontrakt och två

bilagor är att det i framtiden skall vara enklare och snabbare att ändra inregistreringskontraktet genom överenskommelse mellan fondbörsen och en för ändamålet bildad förening vid namn Aktiemarknadsbolagens Förening utan att kontraktet behöver omarbetas i sin helhet. Det torde således enbart i undantagsfall bli fråga om att ändra baskontraktet medan däremot bilagorna sannolikt kommer att bli föremål för regelbundet återkommande ändringar.

Inregistreringskontraktets syfte är bl.a. att garantera en snabb och god informationsspridning. Kontraktet innehåller ett stadgande som innebär att beslut, val eller händelse som är avsedda att komma till allmänhetens kännedom skall offentliggöras i omedelbar anslutning till att beslutet fattats, valet ägt rum eller händelsen blivit känd för bolaget.

Delårsrapporter och prognoser för det löpande bokföringsårets resultat eller förhandsmeddelande om kommande årsbokslut som bolaget upprättat för offentliggörande skall efter det att rapporten, prognosen eller förhandsmeddelandet fastställts offentliggöras i omedelbar anslutning till beslutet. Samma skyldighet föreligger sedan bolagets styrelse fastställt årsbokslut. Vid årsbokslut skall även upprättas en bokslutskommuniké som även den omedelbart skall offentliggöras. Kommunikén skall innehålla det väsentliga i årsbokslutet med vissa obligatoriska uppgifter som skall möjliggöra för bland annat marknadens aktörer att skapa sig en uppfattning om värdet på bolagets aktier. Sker en ändring i bokslutet som är beaktansvärd i förhållande till vad som angetts i bokslutskommunikén föreligger skyldighet för bolaget att omedelbart offentliggöra ändringen.

Erinran som revisor framställt till aktiebolagets styrelse eller verkställande direktör enligt 10 kap. 11 § aktiebolagslagen skall bolaget omedelbart anmäla till börsen, om erinringen avser förhållanden som kan ha betydelse för värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade aktier. Om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen eller om revisorerna inte enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrelsens förslag till disposition beträffande bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelsens ledamöter och verkställande direktören skall bolaget omedelbart underrätta fondbörsen sedan revisionsberättelsen överlämnats till bolagets styrelse. Vidare skall revisionsberättelsen offentliggöras snarast och senast en vecka före ordinarie bolagsstämma.

Har styrelsen eller bolagsstämman i bolaget fattat beslut om emission av aktier, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning eller vinstandelslån skall bolaget omedelbart offentliggöra och informera börsen om beslutet. Skälen och till vem emissionen riktas skall också offentliggöras. Emissionsprospekt skall lämnas till börsen samtidigt med att det sänds till aktieägarna. Om fråga uppkommit inom bolaget att vända sig till en vidare krets med ett offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag, vilka är allmänt spridda, skall fondbörsen omedelbart underrättas i vissa uppräknade fall. Har bolaget beslutat att lämna offentligt erbjudande om förvärv av aktier i annat bolag skall bolaget iakttaga Nä-

ringslivets börskommittés rekommendation från juni 1988 rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv.

I fråga om förvärv eller överlåtelse av större aktieposter föreligger på samma sätt en skyldighet för det aktiva bolaget att anmäla förvärvet eller överlåtelsen på det sätt som föreskrivs i Näringslivets börskommittés rekommendation oktober 1984 rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m.

Vid transaktioner med närstående, såsom affärer med styrelseledamöter, verkställande direktör och andra anställda, skall bolaget omedelbart offentliggöra beslutet om transaktionen och informera fondbörsen om beslutet, om transaktionen inte är av oväsentlig betydelse för bolagets ekonomiska resultat och ställning eller för bedömning av bolagets behandling av sina aktieägare.

Även viktigare personförändringar i bolaget skall komma till marknadens kännedom. Varje avgång av eller utseende av ny ledamot eller suppleant i styrelsen eller revisor eller utseende eller avgång av koncernchef eller verkställande direktör skall omedelbart offenliggöras och delges börsen.

Vidare föreligger en allmän uppgiftsskyldighet för bolaget att omedelbart underrätta börsen om och så snart det kan ske offentliggöra beslut eller inträffad händelse i övrigt som i icke oväsentlig grad kan påverka den bild av bolagets eller, när bolaget är moderbolag, koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning, delårsrapport eller annan uppgift om bolaget eller koncernen eller eljest påverka värderingen av bolagets vid börsen inregistrerade aktier.

9.2.4 Regler för OTC-listan och O-listan

Bankinspektionen har efter överläggningar med fondbörsen, Svenska Fondhandlareföreningen och OTC-föreningen utgivit allmänna råd till fondkommissionärer för notering av och handel med aktier i OTC-bolag (BFFS 1988:21). Till de allmänna råden har fogats ett modellavtal som rekommenderas ligga till grund för avtalet mellan fondkommissionären som market-maker och det icke börsnoterade aktiebolag som önskar bli föremål för handel inom market-makersystemet.

Modellavtalet bygger i huvudsak på fondbörsens inregistreringskontrakt. Således omfattas OTC-bolag av samma informationsskyldighet om bolagets ekonomiska förhållanden och andra viktiga händelser som bolag vars aktier är börsnoterade. OTC-bolagen är även i övrigt skyldiga att lämna market-makern och börschefen upplysningar som behövs för att market-makern skall kunna fullgöra sin uppgift. OTC-bolagen är också bundna av Näringslivets börskommittés rekommendation i juni 1988 rörande offentligt erbjudande om förvärv av aktier och Näringslivets börskommittés rekommendationer i oktober 1984 rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter. När särskilda skäl föreligger kan börschefen efter samråd med market-makern besluta att handeln i och notering av bolagets aktier skall avbrytas. För det fall OTC-bolaget inte följer avtalet finns möjlighet för

market-makern att säga upp avtalet eller förelägga OTC-bolaget att vidta en åtgärd vid påföljd att avtalet annars kommer att sägas upp. I mindre allvarliga fall kan market-makern tilldela bolaget en varning. Bankinspektionen har i sina rekommendationer uttalat att market-makern bör tillse att ett prospekt som utges för introduktion av aktier på OTC-marknaden innehåller de uppgifter som gäller enligt aktiebolagslagen för emissionsprospekt. Vid introduktionen krävs att OTC-bolaget kan redovisa minst tre årsbokslut.

För notering på OTC-listan har bankinspektionen även uppställt rekommendationer liknande de krav som gäller för bolag vars aktier är registrerade på fondbörsen. Det egna kapitalet i bolaget får inte vara lägre än fyra miljoner kronor och aktiekapitalet inte lägre än två miljoner kronor. Vidare har som ett absolut minimum beträffande utbjuden andel av aktiekapitalet angivits 10 procent men samtidigt har uttalats att det är önskvärt att den utbjudna andelen ligger omkring 30 procent av aktiekapitalet. Spridningen av aktierna bör vara minst 300 noteringsposter och varje post bör motsvara minst en fjärdedel av basbeloppet.

Den 1 juli 1988 införde Stockholms fondbörs efter beslut av börsstyrelsen en möjlighet för de aktiebolag som hade sina aktier noterade på inofficiella listan (presslistan) att få sina aktier noterade i fondbörsens datoriserade budgivningssystem (SAX-systemet). Av de 36 bolag, vilkas aktier varit noterade på den inofficiella listan, har cirka 30 bolag accepterat att få bolagets aktier noterade på den nya listan.

Något krav på viss ägarspridning eller kapital ställs inte på de bolag, vilkas aktier flyttas över till handel på listan för oregistrerade aktier (O-listan). Däremot fordras att bolagen skriver under en förbindelse som reglerar bolagets skyldigheter beträffande i första hand informationsgivningen. Informationsåtagandena har utformats efter förebild av de informationskrav som ställts i inregistreringskontraktet för börsbolag. För bolag som i framtiden önskar få sina aktier noterade på O-listan har fondbörsen uppställt som krav att en fondkommissionär ställer sig bakom introduktionen. Fondkommissionären skall också medverka till att ett prospekt utarbetas inför en introduktion på listan.

De krav som uppställs på aktiebolag som har sina aktier noterade på O-listan överensstämmer i huvudsak med kraven på aktiebolag med inregistrerade aktier. Det kan således konstateras att informationskraven i stort är desamma för de båda grupperna av aktiebolag.

Tillsynen över att de uppställda kraven iakttas har lagts på börschefen. För de fall de i förbindelsen uppställda kraven inte uppfylls av bolagen kan börschefen besluta om noteringsstopp eller avföra aktierna från notering på O-listan.

9.2.5 Näringslivets börskommittés rekommendationer

En närmare redogörelse för NBK:s verksamhet lämnas i avsnitt 13.4.2.

Rekommendationerna riktar sig i första hand till börsbolagen. Något hinder finns dock självfallet inte för bolag vars aktier inte är registrerade vid Stockholms fondbörs att tillämpa rekommendationerna.

I vilken utsträckning rekommendationerna kommit att tillämpas är det inte möjligt att uttala sig om. Även vid en försiktig bedömning torde dock kunna sägas att rekommendationerna tillämpats i relativt stor utsträckning när något av de inblandade bolagen haft sina aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs.

Här skall innehållet i rekommendationerna redovisas i den mån det kan tjäna till ledning för utformningen av regler för de aktiebolag, vilkas aktier inte kommer att vara föremål för handel på Stockholms fondbörs.

Rekommendationen rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv, som utgavs 1988, innehåller regler om offentliga erbjudanden riktade till aktieägare i ett svenskt aktiebolag. Rekommendationen vänder sig till både juridiska och fysiska personer oavsett nationalitet och avser fall när de riktar ett offentligt erbjudande till aktieägare i ett svenskt aktiebolag med spritt ägande att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till den som lämnar erbjudandet.

Rekommendationen omfattar således förvärv av aktier i börs- och OTC-bolag och andra bolag med spritt ägande. Vid bedömning av huruvida spridningskravet är uppfyllt hänvisas till bestämmelserna i aktiebolagslagen om skyldighet att upprätta emissionsprospekt, vilket innebär att antalet ägare beräknas överstiga 200.

När köparen fattat beslut om att lämna ett offentligt erbjudande, skall han omedelbart offentliggöra ett pressmeddelande. Vidare skall köparen upprätta ett prospekt. Prospektet skall sändas till alla av erbjudandet omfattade aktieägare, vilkas postadresser är kända, samt till Stockholms fondbörs och, i lämplig omfattning, nyhetsmedia. Tiden för accept av erbjudandet skall vara minst tre veckor och får inte börja löpa förrän prospektet framlagts. Har köparen som förutsättning för erbjudandets genomförande uppställt villkor, som han förbehållit sig rätten att disponera över, skall i erbjudandet anges att aktieägarna har rätt att återkalla gjord accept. Alla innehavare av aktier med identiska villkor skall erbjudas identiskt lika vederlag per aktie. Prospektet skall upprättas av köparen och skall innehålla de upplysningar som behövs för en allsidig bedömning av erbjudandet. Inträffar efter det att erbjudandet offentliggjorts, men innan erbjudandetiden utgått, händelser eller framkommer upplysningar om resultatutvecklingen eller andra ekonomiska förhållanden av beskaffenhet som i icke oväsentlig grad kunnat påverka bedömningen av erbjudandet, måste köparen lämna dem som berörs av erbjudandet information därom utan dröjsmål, såvida inte uppgifterna är allmänt kända. Om köparen, sedan ett erbjudande offentliggjorts, förvärvar aktier i målbolaget enligt villkor som för överlåtaren är förmånligare än erbjudandet, skall detta höjas i mot-

svarande mån. Offentliggörande enligt rekommendationen skall ske genom att handling som skall offentliggöras lämnas till TT och minst en i riket allmänt spridd dagstidning. Offentliggörande skall anses ha skett när handlingen lämnats till TT.

De s.k. flaggningsreglerna eller rekommendationen rörande offentliggörande vid förvärv av större aktieposter m.m. från 1983 med ändringar 1984 ålägger fysiska och juridiska personer, svenska eller utländska, att vid vissa större förvärv eller överlåtelser av aktieposter i börsbolag eller OTC-noterade bolag anmäla sitt aktieinnehav till bolaget och fondbörsen. Den som har förvärvat eller överlåtit aktier skall anmäla sitt aktieinnehav till bolaget och till fondbörsen senast kl. 10.00 den efter dagen för förvärvet eller överlåtelsen närmast följande börsdagen, om genom förvärvet aktieinnehavet uppnår eller överskrider tio procent antingen av rösterna för samtliga aktier eller av hela antalet aktier i bolaget eller genom överlåtelsen aktieinnehavet nedgår under tioprocentsgränsen samt, i de fall aktieinnehavet före förvärvet eller efter överlåtelsen uppgår till eller överstiger tioprocentsgränsen, om genom förvärvet/överlåtelsen förändring sker i det sammanlagda innehavet i bolaget med två procentenheter eller mer. Anmälningsskyldigheten gäller inte för den som före förvärvet eller efter överlåtelsen äger mer än 90 procent av aktierna med mer än 90 procent av rösterna för samtliga aktier i bolaget eller som har lämnat offentligt erbjudande om att förvärva aktier i bolaget, så länge erbjudandet består.

Rekommendationen om utformning av prospekt, som utgavs år 1986, utgör ett komplement till de regler som finns uppställda i aktiebolagslagen om emissionsprospekts innehåll. Den tar i första hand sikte på det fall när allmänheten inbjuds att teckna aktier i bolag som tidigare inte haft aktier inregistrerade på fondbörsen eller omsatta på OTC-marknaden. Rekommendationen innehåller förslag till 12 huvudrubriker som kan ingå i ett prospekt. För att åskådliggöra hur ett prospekt lämpligen skall utformas återges de tolv huvudrubrikerna i punktform.

1. Inbjudan, villkor, anvisningar för deltagande
2. Bakgrund till erbjudandet
3. Aktier och ägarförhållanden
4. Kort presentation av bolaget
5. Nyckeltal och data per aktie
6. Verksamheten
7. Finansiella mål och framtidsutsikter
8. Kommentarer till utvecklingen
9. Redovisningsprinciper
10. Redovisningshandlingar
11. Revisorernas granskningsberättelse
12. Eventuella bilagor

9.2.6 Marknadsföringslagen

Marknadsföringslagen (1975:1418) har till ändamål att främja konsumenternas intressen i samband med näringsidkares marknadsföring av varor, tjänster och andra nyttigheter och att motverka marknadsföring som är otillbörlig mot konsumenter eller näringsidkare. Lagens syfte är således att ge både konsumenter och näringsidkare skydd mot otillbörlig marknadsföring. Begreppet marknadsföring har en vidsträckt innebörd och i begreppet ligger att det skall vara fråga om åtgärder som syftar till att främja avsättningen av varor och tjänster. Därmed avses också själva saluhållandet och förutom försäljning även uthyrning och liknande förfaranden.

I 2 § marknadsföringslagen föreskrivs att om näringsidkare vid marknadsföring av vara, tjänst eller annan nyttighet företar reklamåtgärd eller annan handling, som genom att strida mot god affärssed eller på annat sätt är otillbörlig mot konsumenter eller näringsidkare, marknadsdomstolen kan förbjuda honom att fortsätta därmed eller att företa annan liknande åtgärd. Förbud kan meddelas även anställd hos näringsidkare och annan som handlar på näringsidkares vägnar samt var och en som i övrigt väsentligt har bidragit till handlingen.

Med begreppet annan nyttighet i lagtexten avses t.ex. fast egendom, elektrisk kraft men även aktier och andra värdepapper, krediter samt rättigheter av olika slag. Bestämmelserna om otillbörlig marknadsföring och information är därför i princip tillämpliga när aktier eller andra finansiella instrument utbjuds till konsumenter som är intresserade av att placera kapital på värdepappersmarknaden. I praxis torde det dock knappast ha förekommit att marknadsföringslagens bestämmelser tillämpats på värdepappershandel.

Marknadsföringslagen torde sålunda kunna tillämpas på de situationer när t.ex. aktiebolag, fondkommissionär, marknadsgaranter eller privata personer genom marknadsföring bjuder ut specifika aktier eller andra finansiella instrument till försäljning. Den information som lämnas i samband med erbjudandet måste därför överensstämma med vad som föreskrivs i lagen. Däremot torde marknadsföringslagen inte vara tillämplig i de fall det är frågan om information om kursen på aktier eller andra finansiella instrument som lämnas i ett informationssystem på en börs. I dessa fall är det endast fråga om återgivande av vilka köp och säljkurser som är aktuella i handeln och inte om information som lämnas i syfte att marknadsföra en viss aktie för en kunds räkning.

Enligt 3 § kan marknadsdomstolen ålägga en näringsidkare vid marknadsföring av vara, tjänst eller annan nyttighet att lämna information som har särskild betydelse från konsumentsynpunkt. Ett sådant åläggande kan meddelas även anställd hos näringsidkare och annan som handlar på näringsidkares vägnar. För det fall ett åläggande ges får det innehålla att informationen skall lämnas genom märkning på vara eller tillhandahållas i annan form på säljstället, lämnas i annonser eller andra framställningar som näringsidkaren använder vid marknadsföringen eller lämnas i viss form till

konsument som begär det. Bestämmelsen fungerar som en påföljd för en underlåtenhet från en näringsidkares sida att iaktta vad som åligger honom vid marknadsföring av sina produkter.

I första hand skall riktlinjer för informationslämnandet meddelas av konsumentverket och det ankommer sedan på marknadsdomstolen att pröva huruvida näringsidkaren följt de uppställda riktlinjerna på ett tillfredsställande sätt. Åläggande kan lämnas av marknadsdomstolen även om inga riktlinjer utfärdats av konsumentverket. Den situation där ett åläggande skulle kunna bli aktuellt inom aktiehandel är det fallet att ett aktiebolag eller en fondkommissionär vid ett emissionserbjudande inte lämnar en information som överensstämmer med gällande lag och god sed på aktiemarknaden. För det fall aktiebolaget eller fondkommissionären använt sig av t.ex. annonser, direktreklam eller personliga säljbrev torde det finnas möjlighet för marknadsdomstolen att ålägga aktiebolaget eller fondkommissionären att lämna information som har särskild betydelse för den som erbjudandet riktas till för att erbjudandet skall erhålla godtagbar standard.

Fråga om förbud eller åläggande enligt 2 och 3 §§ marknadsföringslagen upptas i marknadsdomstolen efter anmälan av konsumentombudsmannen. I de fall att denne beslutar att inte göra ansökan får ansökan göras av sammanslutning av konsumenter, löntagare eller näringsidkare.

9.3 Utländska förhållanden

9.3.1 Danmark

Köpenhamns fondbörs har tre listor som anger notering av aktiekurser, A I-III.

För notering av aktierna på A I-listan krävs att det nominella aktievärdet skall vara minst 15 miljoner DKK och att minst 15 procent av aktierna är allmänt spridda till ett belopp av minst 2,5 miljoner DKK. Samma krav uppställs för notering på A II-listan. Skillnaden mellan de två listorna ligger i att omsättningen av aktierna är lägre på A II-listan än på A I-listan. För det fall omsättningen i ett aktieslag ökar på A II-listan är det meningen att aktierna skall flyttas över för handel på A I-listan.

För att bli upptaget till kursnotering på A III-listan krävs att bolaget har ett minsta kapital på 1 miljon DKK. Det fordras också att aktierna till minst 15 procent är spridda till allmänheten och vid nyemission att summan av de belopp som kan komma att erläggas uppgår till minst 1 miljon DKK. Handeln sker varje dag på A III-listan men omsättningen är blygsam. Under 1987 var något över 30 aktiebolag noterade på A III-listan.

Bolagen på A III-listan är skyldiga att tillhandahålla halv- och helårsrapporter om det ekonomiska utfallet samt information om viktiga händelser för bolaget.

Utanför dessa tre listor som sorterar under Köpenhamns fondbörs finns en lista som presenteras i den danska tidningen Börsen och som omfattar ett

trettiotal bolag. Denna notering brukar oegentligt kallas för OTC-listan. Dessutom finns det ett trettiotal mindre aktiebolag vilkas aktier är föremål för en lokal, sporadisk handel ofta förmedlad av ett lokalt bankkontor. Omsättningen för denna lokala aktiehandel är okänd.

För bolag vilkas aktier inte är noterade på Köpenhamns fondbörs finns inga andra krav, t.ex. i informationshänseende, än de krav som uppställs i den danska aktiebolagslagen.

9.3.2 Finland

Helsingfors fondbörs börslista omfattade i slutet av 1987 sammanlagt 103 aktieserier i 52 bolag. De börsnoterade aktiernas marknadsvärde uppgick mot slutet av 1987 till 78,9 miljarder FIM.

År 1986 tillät Helsingfors fondbörs Fondkommissionärernas Förening att från början av året utnyttja börsens utrymmen för handel med aktier på OTC-listan. Listan upprätthålls av föreningens medlemmar och aktierna noteras inte på fondbörsen.

OTC-marknaden bygger på ett market-makeravtal mellan ett bolag som vill in på marknaden och en värdepappersförmedlare. För att bli noterad på OTC-listan krävs att bolagets aktier är spridda på minst 200 aktieägare och att aktiekapitalet uppgår till minst 1 miljon FIM. Avtalet innebär en skyldighet för förmedlaren att dagligen fastställa köp- och säljkurser och för bolaget att bland annat iaktta de börsetiska bestämmelser som gäller för handel på fondbörsen. Informationsskyldigheten är dock lägre för de OTC-noterade bolagen än för de börsnoterade. Antalet noterade bolag på OTC-listan var 1987 sexton.

Förutom OTC-listan finns Mäklarlistan som möjliggör för en värdepappersförmedlare att handla med aktier som inte noteras på fondbörsen. Kursnotering på Mäklarlistan sker en gång i veckan och för det ändamålet utnyttjas fondbörsens lokaler. För bolag på Mäklarlistan gäller vissa etiska regler. Antalet bolag var 33 vid slutet av år 1987. Några av bolagen på Mäklarlistan är av sådan storlek att de skulle kunna vara börsnoterade. På samma sätt finns det bolag på Mäklarlistan som storleksmässigt skulle kunna tas upp på OTC-listan.

Den nya värdepappersmarknadslagen, som antagits av den finska riksdagen och som trädde i kraft i augusti 1989, omfattar värdepapper som är föremål för handel. Ett värdepapper är enligt lagen föremål för offentlig handel om det handlas på fondbörs, om värdepappersförmedlare enligt ett avtal med emittenten förbundit sig att fortgående ge bindande köp- och säljanbud på värdepapperet eller om värdepapperet är föremål för handel på grundval av bindande köp- och säljanbud som offentliggörs vid ett förfarande som anordnas av en värdepappersförmedlare eller en sammanslutning av värdepappersförmedlare.

Handel med onoterade aktier förekommer om än i begränsad omfattning även utanför de förut angivna listorna och handeln har då närmast karaktären av en telefonhandel. Till denna grupp hör, förutom vissa aktier som

skulle kunna vara OTC-noterade, även aktier i en del mycket små bolag med närmast lokal anknytning som är föremål för mycket sporadisk handel. Viss lokal handel med aktier förekommer i Mariehamn och Åbo, men handeln och noteringarna på dessa lokala marknadsplatser är mycket sporadisk.

Den nya lagen blir tillämplig på denna handel om det kan anses att handeln med aktierna får karaktären av offentlig handel på så sätt att aktierna blir föremål för bindande köp- och säljanbud som offentliggörs vid ett förfarande. Endast värdepappersförmedlare eller sammanslutningar av värdepappersförmedlare får ordna sådana förfaranden.

9.3.3 Norge

På Oslo Börs finns två listor för kursnotering av aktier, Börslista I och Börslista II. För att ett bolags aktier skall kunna bli noterade på Börslista I krävs en årlig omsättning på minst 10 miljoner NOK och en spridning av aktierna på minst 400 aktieägare. Motsvarande krav för Börslista II är 2 miljoner NOK i omsättning och en ägarspridning på 200 aktieägare. Någon OTC-marknad förekommer inte.

Handel med onoterade aktier offentliggörs bland annat i den norska tidningen Kapital var fjortonde dag under namnet "Kapitals väntelista". Vissa bolag på listan har för avsikt att söka bli börsnoterade. Totalt omfattar listan ett sextiotal bolag. Även andra tidningar publicerar liknande listor, som med några smärre avvikelser omfattar samma bolags aktier som tidningen Kapital har i sin notering. Vissa av de bolag som inte har sina aktier börsregistrerade skulle storleksmässigt mycket väl passa in på någon av börslistorna men har av olika skäl valt att inte bli officiellt noterade. Det finns även bolag inom denna grupp som på grund av stark spekulativ inriktning inte anses kunna bli börsnoterade. För de bolag, vilkas aktier inte är inregistrerade vid Oslo Börs, gäller att de endast är underkastade de krav i informationshänseende som gäller enligt den norska aktiebolagslagen. Någon övervakning av handeln förekommer inte och inte heller ställer den som representerar bolaget som market-maker några krav på bolaget i samband med handeln.

Förutom handel med dessa icke börsnoterade aktier i ca 60 bolag förekommer en utbredd lokal handel med aktier i grovt uppskattat 200 aktiebolag med stark lokal anknytning, t.ex. skidanläggningar och turistanläggningar. Ett lokalt bankkontor är i dessa sammanhang oftast den som svarar för handeln.

För närvarande finns inga planer på att reglera handeln med icke officiellt noterade aktier. Däremot har den uppfattningen uttalats att det är möjligt att dessa aktiebolags aktier i framtiden kan bli föremål för handel på lokala fondbörser.

9.3.4 Frankrike

Handeln med aktier i Frankrike sker på sju fondbörser. Dessa är belägna i Paris, Lyon, Marseille, Bordeaux, Lille, Nancy och Nantes. Den största är fondbörsen i Paris som 1987 svarade för mer än 95 procent av den totala handeln avseende aktier och obligationer. Varje aktie- och obligationsslag får endast noteras på en av börserna. All handel med aktier vare sig de är föremål för officiell kursnotering eller inte måste ske på en av de sju börserna.

De franska fondbörserna har utvecklats mycket starkt under de senaste åren. För Paris fondbörs har det förutom till ökad omsättning även lett till att man 1983 tillskapade en ny marknad, "Le second marché", som är tänkt att utgöra en länk mellan den officiella marknaden "Cote Officielle" och OTC-marknaden "Marché Hors-Cote". Listan är avsedd för relativt unga medelstora aktiebolag som genom officiell notering lättare skall få tillgång till riskkapitalmarknaden. Den officiella noteringen innebär även en bättre möjlighet för aktieägarna att följa en akties värdeutveckling.

För notering på den officiella listan "Cote Officielle" fordras en publik spridning av aktiekapitalet på minst 25 procent och ett minimum av 80 000 aktier. Vidare är aktiebolagen skyldiga att regelbundet informera allmänheten om sin verksamhet och sina ekonomiska resultat.

För notering på "Le second marché" fordras att bolagen har en andel om minst 10 procent av sitt aktiekapital spridd till allmänheten. Likviditeten garanteras av att fondkommissionärerna givits möjligheter att agera market-makers för bolagen. Ca 270 aktiebolag är noterade på "Le second marché". Marknaden är öppen för både franska och utländska aktier. Omsättningen var under 1987 i medeltal 6 miljarder francs per månad. Introduktionen av "Le second marché" har skett på samtliga börser men handeln i en aktie får bara förekomma på en av börserna. I likhet med vad som gäller på den officiella listan måste vissa informationskrav till allmänheten uppfyllas. Bolag vilkas aktier är noterade på "Le second marché" är skyldiga att tillhandahålla delårsrapporter var sjätte månad och kvartalsvis statistik över den ekonomiska utvecklingen i bolaget. Vidare föreligger skyldighet att avge årsredovisning och fortlöpande information om viktiga händelser som berör bolaget.

Aktier som inte är upptagna på de officiella listorna "Cote Officielle" eller "Second Marché" handlas på OTC-marknaden. Aktiebolag vilkas aktier handlas på denna marknad är inte skyldiga att publicera prospekt vid emission eller skyldiga att lämna information om sin verksamhet eller ekonomiska resultat utöver de minimikrav som ställs upp i den franska lagstiftningen för alla aktiebolag.

9.3.5 Storbritannien

I Storbritannien förekommer ett flertal olika marknadsplatser för handel med olika typer av värdepapper. Den i detta sammanhang mest intressanta marknadsplatsen är The International Stock Exchange of the United Kingdom and Republic of Ireland (här benämnd The Stock Exchange) med marknadsplatser i London, Birmingham, Manchester, Liverpool, Glasgow och Dublin.

Den högsta styrelsen för The Stock Exchange är The London Stock Exchange Council i vilken börsmedlemmarna är representerade. Styrelsens arbetsuppgifter omfattar fastställande av regler för marknadsplatsen, allmän övervakning, sanktionsärenden samt administration. Ett antal permanenta kommittéer har till uppgift att sköta den närmare övervakningen och det löpande arbetet på marknadsplatsen.

De lokala marknadsplatserna övervakas av The London Stock Exchange Council men den dagliga administrationen är delegerad till lokala councils. Handelsreglerna är desamma för samtliga handelsplatser.

The Stock Exchange är marknadsplats för brittiska och utländska aktier, brittiska statspapper och optioner avseende bland annat aktier och valutor. De lokala marknadsplatserna är specialiserade på aktier med lokal anknytning även om alla aktier som är föremål för kursnotering på The London Stock Exchange också kan handlas på dem.

På The Stock Exchange finns ca 70 000 värdepapper noterade och börsen är uppdelad på fyra marknader, The Domestic Equity Market, The Foreign Equities Market, The Traded Options Market, The Gilt-Edge Market. De båda senare som avser handel med statspapper resp. med optioner berörs ej vidare här.

De inhemska aktierna handlas på The Domestic Equity Market. Aktierna noteras på tre listor. En lista upptar väletablerade bolag som fyller höga krav på bl.a. information, The Listed Market. The Unlisted Securities Market startades i november 1980 och är avsedd för mindre bolag vilka ännu inte nått full mognad i alla avseenden och därför inte bör tas upp på The Listed Market. 10 procent av aktierna måste vara spridda till allmänheten för att ett bolag skall kunna tas upp på The Unlisted Market. Motsvarande krav för The Listed Market är 25 procent. Informationskraven på bolag vilkas aktier är noterade på The Unlisted Market är i huvudsak desamma som för de bolag vilkas aktier är noterade på The Listed Market. Den tredje listan, The Third Market, tillskapades i januari 1986 för små bolag eller bolag som inte har en större allmän spridning av sina aktier och som därför inte är mogna för att noteras på The Unlisted Market. Även för bolag som har sina aktier noterade på The Third Market är informationskraven i stort desamma som för bolagen med aktier på The Listed Market. Bolagen är skyldiga att lämna information till marknaden om händelser och beslut som kan påverka bedömningen av bolagets ekonomiska ställning. I slutet av 1987 fanns 35 aktiebolag noterade på The Third Market. Alla tre listorna finns intagna i det datoriserade informationssystemet, SEAQ, som

lämnar information till aktörerna i Storbritannien och utomlands.

Utländska aktier handlas på The Foreign Equities Market inom The Stock Exchange. Denna marknad har under de senaste åren ökat avsevärt i betydelse. Till stöd för handeln används ett elektroniskt prisinformationssystem SEAQ International vilket sattes upp för att stödja handeln, som sker på informell bas. Systemet är öppet inte bara för börsmedlemmar. I början av 1987 omfattade systemet cirka 40 market-makers som tillhandahöll köp- och säljkurser i omkring 600 utländska aktier.

9.4 Överväganden

9.4.1 Inledning

Vissa grundläggande principer måste upprätthållas för att den kapitalplacerande allmänhetens förtroende för aktieplaceringar inte skall skadas. Ett av kraven är att sådana aktiebolag vilkas aktier är föremål för allmän handel lämnar fullständig, korrekt, omedelbar och samtidig information till samtliga som berörs av ett beslut eller en händelse i ett bolag och därmed också ger marknaden möjlighet till insyn i bolagens verksamhet.

Dessa grundläggande principer har i första hand betydelse för börsbolagens verksamhet. Frågan måste emellertid ställas om inte flertalet av de krav som ställs på börsbolagen när det gäller information även bör tillämpas på övriga bolag vilkas aktier är allmänt spridda eller som har för avsikt att sprida aktierna till en vidare ägarkrets. Att så sker är önskvärt inte minst i de fall när ett bolag första gången vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Vid dessa tillfällen är möjligheten till insyn i verksamheten av särskilt väsentlig betydelse, inte minst om det gäller mindre bolag där vissa enskilda personer med dominerande ägarinflytande har möjlighet att styra bolaget.

Även om det således kunde vara önskvärt att alla aktiebolag med allmänt spridda aktier omfattades av dessa principer är vissa aktiebolag för små för att klara av samtliga krav som gäller för börsbolag. Samtidigt är det i vissa fall obehövligt att kraven ställs så högt som för börsbolagen.

Till gruppen aktiebolag som noteras utanför Stockholms fondbörs hör både stora bolag med flera års verksamhet bakom sig i etablerade branscher och små nystartade aktiebolag som kan vara högriskplaceringar för aktieägarna. Variationerna mellan bolagen är således stora. Ett inte alltför litet antal av aktiebolagen skulle utan svårighet kunna klara de krav som ställs upp för börsbolagen medan andra bolag inte skulle göra det. Kraven måste därför sättas lägre för dessa bolag.

Ett mål bör vara att de allra flesta aktiebolag som vänder sig till allmänheten skall ha sina aktier noterade på fondbörsen. Härigenom skapas en garanti för att bolagen på ett tillfredsställande sätt uppfyller de grundläggande kraven på god information, insyn i bolagens verksamhet och likabehandling. Reglerna för aktiebolag vilkas aktier inte noteras på Stock-

holms fondbörs men som ändå är allmänt spridda bör inte vara utformade så att det bedöms som förmånligt att stå utanför och inte behöva uppfylla de krav på t.ex. information och genomlysning som en officiell kursnotering innebär. Vissa grundläggande krav i fråga om information, insyn och likabehandling måste därför ställas även på aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda utan att vara noterade på Stockholms fondbörs. Kraven på sådana bolag får inte sättas för lågt i förhållande till kraven på aktiebolag med aktier noterade på Stockholms fondbörs.

9.4.2 Tillämpningsområdet

I 19 § förordningen om Stockholms fondbörs anges som minimikrav för att inregistrering av aktier skall kunna ske vid fondbörsen att aktiekapitalet måste uppgå till minst 2 milj. kr. och att det egna kapitalet måste uppgå till minst 4 milj. kr. Börsstyrelsen har bestämt att för registrering på A:I-listan skall krävas ett aktiekapital om minst 10 milj. kr. och ett eget kapital om minst 20 milj. kr. Kraven för registrering på A:II-listan motsvarar minimikraven enligt förordningen. Vad gäller spridningskravet har det utvecklats i praxis. Kravet anknyter till börspostbegreppet med vilket menas det minsta antal eller lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering. I normalfallet bestäms en börspost som multiplar av 50 och med ett riktvärde för A:I-listan om ett basbelopp och för A:II-listan om ett halvt basbelopp. Registrering på A:I-listan kräver en spridning som innebär att det finns minst 1 000 börspostägare och registrering på A:II-listan att det finns minst 400 börspostägare. I båda fallen gäller att högst 90 procent av aktierna får ligga i en aktieägares eller ägargrupps hand.

I avsnitt 7.4.2 har vi föreslagit att börsstyrelsen skall ges en friare prövningsrätt när det gäller inregistrering av aktier. Vad avser spridningskravet har vi i det sammanhanget funnit det naturligt att den nedre gränsen för när en aktie skall få inregistreras sätts vid den punkt där det anses att aktien är allmänt spridd.

För notering på OTC-listan har bankinspektionen rekommenderat att ett bolag har ett eget kapital som inte är lägre än 4 milj. kr., varvid aktiekapitalet bör utgöra en så stor del av det egna kapitalet som möjligt. Om aktiekapitalet understiger 2 milj.kr. krävs särskilda skäl för notering. Den till allmänheten utbjudna delen av aktiekapitalet skall uppgå till minst 10 procent men bankinspektionen rekommenderar att den bör ligga på omkring 30 procent av aktiekapitalet. Vidare bör minst 300 noteringsposter motsvarande minst 1/4 av basbeloppet placeras på marknaden.

För notering på O-listan ställs inte som för börs- och OTC-bolag några kapital- eller spridningskrav. Däremot skall ett bolag som önskar få sina aktier noterade på O-listan ha en fondkommissionär som ställer sig bakom en introduktion på listan. O-listan är i första hand avsedd för bolag som inte klarar de krav som ställs för börs- eller OTC-noteringar.

De formella kapital- och spridningskrav som uppställs för kursnotering sträcker sig således från höga krav för notering på A:I-listan till avsaknad av

krav för notering på O-listan. I praktiken fyller dock i det närmaste alla bolag som noteras på O-listan de grundläggande formella krav som uppställs för notering på OTC-listan eller A:II-listan.

Det är litet känt om de aktiebolag som inte noteras på någon av de nämnda listorna. Man kan dock anta att aktierna i vissa av de aktiebolag som har en större ägarspridning redan nu är föremål för en mer eller mindre regelbunden handel i någon form eller att de inom överskådlig tid kan förväntas bli det.

I dags- och fackpress publiceras med viss regelbundenhet kursnoteringar för aktier på de s.k. C- och D-listorna. C-listan är en uppfinning av massmedia från 1970-talet som ett samlingsnamn för de aktier som var föremål för regelbunden handel utanför de dåvarande börs- och fondhandlarlistorna. (Börslistan benämndes allmänt A-listan och fondhandlarlistan B-listan, varför de övriga noteringarna döptes till C-listan.) D-listan är kursnoteringar för aktierna i en handfull aktiebolag som slutit sig samman i en förening och uppdragit åt ett privat företag, Barkelius Finanskonsult, att regelbundet i annonsform sprida dessa uppgifter till allmänheten.

För ytterligare en grupp aktiebolag insamlas och sprids kursnoteringar av företaget Venture Securities. Uppgifterna publiceras i ett månatligt nyhetsbrev. Venture-listan visar kurserna för aktiebolag med minst ett hundratal ägare. Aktierna som upptas på listan är föremål för mer eller mindre regelbunden handel.

Hos VPC finns ett relativt stort antal anslutna onoterade aktiebolag med större eller mindre ägarspridning.

Vidare är det känt att vissa aktiebolag genom att emittera konvertibler till sin personal har uppnått en viss ägarspridning.

Från sekretariatets sida har insamlats uppgifter om alla de aktiebolag som faller inom dessa kategorier för hösten 1988. För att få bästa möjliga underlag inför de fortsatta övervägandena har den lägre gränsen satts vid 100 ägare (av aktier eller i förekommande fall konvertibler).

En sammanställning av uppgifter om antal ägare och noteringsform visar följande.

Noteringsform	*Antal aktiebolag*	
Aktiebolag med känd notering		
C-listan	4	
D-listan	4	
Venture-listan	30	
d:o konvertibler	3	
delsumma med känd notering		*41*
Aktiebolag utan känd notering		
VPC-företag med >100 ägare men utan känd notering	40	
Företag som nyligen genomfört aktieemission	2	
Företag med >100 ägare av personalkonvertibler	4	
delsumma utan känd notering		*46*
Summa		87

Antal ägare	*Antal aktiebolag*
100–149 ägare	12
150–199 "	9
200–299 "	15
300–399 "	7
400–499 "	7
500–999 "	9
1000– "	13
Uppgift saknas	15
Summa	87

Antal ägare	Aktiebolag *med känd notering*	Aktiebolag *utan känd notering*
100–149 ägare	1 (8%)	11 (92%)
150–199 "	3 (33%)	6 (67%)
200–299 "	10 (33%)	5 (67%)
300–399 "	5 (71%)	2 (29%)
400–499 "	3 (43%)	4 (57%)
500–999 "	3 (33%)	6 (67%)
1000– "	3 (23%)	10 (77%)
Summa	28 (39%)	44 (61%)
Totalt	72 (100%)	
Uppgift saknas	15	

Av insamlat material har vi funnit att antalet företag, vilkas aktier är spridda till en bredare allmänhet, förefaller vara i tillväxt. Under första halvåret 1989 har ett tjugotal nya aktiebolag vänt sig till allmänheten med inbjudan att teckna aktier. Dessa ingår inte i underlaget för sammanställningen.

För de bolag som inte omfattas av listorna på Stockholms fondbörs är variationerna betydligt större i fråga om både kapital och spridning än för de bolag som har sina aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Flera av de förstnämnda bolagen har ett blygsamt aktie- och eget kapital även om spridningen av aktierna är relativt stor. Detta förhållande väcker frågan om det inom denna grupp av bolag bör ställas lägre krav på de små bolagen och strängare krav på de större bolagen. Ett på detta sätt förfinat regelverk kan kanske synas vara behövligt inte minst med tanke på att det kan finnas bolag vilka inte har sina aktier inregistrerade på fondbörsen trots att de storleksmässigt skulle kunna höra till de aktielistor som noterar de större bolagen. En splittring av de grundläggande reglernas tillämpningsområde i exempelvis en grupp för små och en för stora bolag skulle dock skapa ett svårtillämpat regelverk, eftersom det i vissa fall blir svårt att avgöra vilka regler som gäller för bolaget. Systemet skulle bli svåröverskådligt för allmänheten. De grundläggande reglerna bör därför vara desamma för samtliga bolag vilkas aktier inte är inregistrerade på fondbörsen men ändå allmänt spridda.

Vissa grundläggande regler bör gälla för aktiebolag, vilkas aktier är

allmänt spridda utan att vara börsnoterade, även i fråga om insiderhandel. Det är en fördel om kretsen av bolag som är underkastade vissa grundläggande regler är densamma oavsett om fråga är om insiderhandel eller om information och liknande. Frågan om vilka aktiebolag, vilkas aktier skall anses så spridda att bolagen omfattas av vissa grundläggande regler, kan därför sammanställas med den diskussion som i avsnitt 12.7.2.2 förs om insiderregleringens innehåll.

Med hänsyn till att det främsta syftet med reglerna är att skapa en garanti för god information till allmänheten om bolagens verksamhet bör tillämpningsområdet för reglerna ha som utgångspunkt spridningen av aktierna till allmänheten. Kraven på ett visst kapital har inte samma betydelse särskilt som det i många fall gäller aktiebolag som avser att genom emission få kapital för sin verksamhet genom att vända sig till allmänheten. Ej heller torde förekomsten av regelbunden handel vara av avgörande betydelse. I ett bolag med en viss ägarspridning förefaller det vara oväsentligt om bolagets aktier är föremål för regelbunden handel eller ej. Blir antalet aktieägare tillräckligt stort, kan man förutsätta att behov från tid till annan uppkommer hos någon eller några att omplacera. I en ägarkrets utan inbördes hembudsskyldighet, släktskap eller annan naturlig gemenskap får den som vill sälja försöka hitta en köpare där det går, kanske via en bank eller annan fondkommissionär. Sannolikheten är då stor att köparen blir en person utan anknytning till dominerande ägare eller företagsledning. I själva verket tyder erfarenheterna på att ägarkretsen i många företag har vidgats genom en sådan spontan aktiespridning. En viss ägarspridning bör därför vara det kriterium som bör avgränsa den grupp som skall omfattas av de grundläggande reglerna. Genom att använda antalet ägare åstadkommer man relativt lätt ett sätt att fastställa när reglerna skall följas, så att ledning eller styrelse kan avgöra när reglerna skall tillämpas även om ägandet vidgas utan bolagets medverkan.

En allmän spridning kan föreligga genom att aktierna i ett aktiebolag är spridda bland personer på den ort eller i den region där bolaget bedriver sin verksamhet. Det bör därför inte krävas att bolagets aktier skall vara föremål för notering på en auktoriserad börs eller föremål för regelbunden annonsering i en tidning. Begreppet bör i stället bestämmas av antalet personer som innehar aktierna, dock med den reservationen att det skall vara möjligt att sälja aktierna till en obegränsad krets av personer. Aktier som är föremål för lösen- eller hembudsskyldighet som införts i bolagsordningen bör inte anses vara allmänt spridda.

För de grundläggande informationsreglernas tillämpningsområde bör således det avgörande vara inte om en regelbunden handel förekommer utan hur stor ägarspridningen är. I 4 kap. 18 § aktiebolagslagen, som anger kraven för när ett aktiebolag skall vara skyldigt att upprätta ett emissionsprospekt, har angivits att prospekt skall upprättas om bolaget riktar sig till en vidare krets. I fondbörsutredningens betänkande Större företags offentliga redovisning (SOU 1971:9) togs frågan upp om vilka marknadserbjudanden som skulle medföra krav på emissionsprospekt. Fondbörsutredningen

fann att det förelåg ett allmänt intresse av att prospekt utges när ett erbjudande offentliggörs eller riktas till en vidare krets. Vid bestämmande av omfattningen av begreppet "vidare krets" ansåg utredningen att det avgörande borde vara att ett större antal personer skulle omfattas av erbjudandet. Utredningen fann det dock svårt att entydigt ange vad som borde räknas till en vidare krets men ansåg det klart att om erbjudandet skedde i sådana former att antalet tecknare respektive köpare kunde bedömas överstiga 200 skulle prospekt utges. I prop. 1975:103 s. 227 med förslag till ny aktiebolagslag m.m. uttalade föredragande statsrådet:

> Enligt fondbörsutredningens förslag skall prospekt krävas, om ett erbjudande offentliggörs eller på annat sätt riktas till en vidare krets. Jag biträder detta förslag. Skånes handelskammare anser att innebörden av sistnämnda rekvisit bör förtydligas. Enligt min mening bör det vara avgörande om ett större antal personer bland allmänheten berörs av erbjudandet. Jag finner det ogörligt att entydigt ange vad som kan räknas till en vidare krets. Uppenbart är dock att exempelvis apportemission vid förvärv av ett familjeföretag med ett fåtal ägare inte skall behöva föranleda krav på prospekt. Å andra sidan är det klart att prospekt skall utges om erbjudandet sker i sådana former att de som tecknar eller köper aktier etc. inte ingår i en krets som är känd för bolaget. Även om så är fallet bör prospekt utges om aktietecknarna resp. köparna kan bedömas uppgå till ett större antal.

Enligt uppgift till kommittén har det av fondbörsutredningen angivna antalet 200 kommit att användas som riktmärke hos många av marknadens aktörer för de fall då ett emissionsprospekt skall upprättas.

Vid bestämmande av begreppet allmänt spridd bör enligt vår mening hänsyn tas till i vilken utsträckning en bredare allmänhet har möjlighet att förvärva aktier i bolaget. Förutom direkta personliga erbjudanden, t.ex. via brev, eller erbjudanden i annonsform utgör sannolikt en återkommande kursnotering ett bevis på att aktien nått en bredare allmänhet. Av det insamlade materialet om ägarspridning i aktiebolag som inte har sina aktier noterade vid Stockholms fondbörs framgår att det för närvarande finns ca 20 aktiebolag med en ägarspridning mellan 100 och 200 aktieägare och att endast fyra av dessa aktiebolag har någon form av känd notering. Det synes därför inte finnas behov av att sätta gränsen så lågt som vid 100 aktieägare. Av de aktiebolag som har en ägarspridning på 200 aktieägare eller mer har cirka 50 procent sina aktier noterade på någon form av lista. Det kan visserligen finnas situationer för vilka gränsen kanske borde sättas lägre än vid 200 aktieägare. Stora bolag med ett mindre antal aktieägare, t.ex. en dominerande ägargrupp och ytterligare ett femtiotal ägare, borde kanske också omfattas av reglernas tillämpningsområden. För att undvika rättsosäkerhet för de berörda bör dock gränsen anknytas till en bestämd krets av personer. Med hänsyn härtill och med beaktande av den praxis som utbildats vid skyldighet att upprätta emissionsprospekt anser vi att den nedre gränsen för när ett aktiebolag skall vara skyldigt att följa de grundläggande informationsreglerna som vi föreslår bör vara när bolagets aktier är spridda

på minst 200 aktieägare eller när den åtgärd som är i fråga kan väntas leda till sådan spridning av aktierna att de kommer att ägas av minst 200 personer.

Vissa svårigheter kan komma att uppstå för ett aktiebolag att bedöma om dess aktier uppnått en sådan spridning att de grundläggande informationskraven skall gälla, om bolaget inte medverkat till att skapa detta förhållande. Denna fråga är lätt att besvara, om ett aktiebolag medvetet vänder sig till allmänheten vid kapitalanskaffning, något som för de små nya bolagen är den vanligaste vägen. Reglerna bör då bli tillämpliga även om bolagets aktier inte är att anse som allmänt spridda från början. Men även i det fall att spridningen uppkommit genom att aktier som tidigare varit samlade på en eller ett fåtal ägares hand fördelats på ett tillräckligt stort antal ägare skall bolaget iaktta de grundläggande reglerna trots att det kanske inte omedelbart får kunskap om att skyldigheten inträtt. Sannolikt får dock bolaget under hand information om ägarspridningen. I vart fall har bolaget möjlighet att skaffa sig kännedom om denna med hjälp av aktieboken.

Av det förut anförda följer att en regelbunden handel i ett bolags aktier inte bör krävas för att informationskraven skall åläggas bolaget. Situationer kan uppkomma när informationsskyldighet bör föreligga trots att handeln är i det närmaste obefintlig. Ett sådant exempel kan vara när ett tidigare fåmansaktiebolag bestämmer sig för att expandera och vänder sig till sina anställda, som består av ett par hundra personer eller därutöver, och erbjuder dem att teckna aktier i bolaget. I ett sådant fall torde handeln med de tecknade aktierna i vart fall under en kort tid efter emissionen få antas vara blygsam. På sikt kan ändå en handel antas uppkomma, och detta motiverar att bl.a. informationsskyldighet åläggs bolaget.

Vi vill redan nu påpeka att vi i det följande inte föreslår några omedelbara sanktioner för bolag vilkas aktier övergått till att vara allmänt spridda men som brister i informationsskyldighet. Vi föreslår i stället att bankinspektionen får agera för att bristen skall rättas till. Däremot kan enligt våra förslag till insiderregler sådana komma att bli omedelbart tillämpliga på bolaget. Detsamma gäller tillämpningen av Leo-lagen.

9.4.3 Emissionsprospekt

Som anförts i avsnitt 9.4.1 krävs för att allmänhetens förtroende för aktieplaceringar inte skall skadas att ett aktiebolag lämnar fullständig, korrekt, omedelbar och samtidig information till samtliga aktieägare och andra som kan ha ett intresse av informationen. Detta är en förutsättning för att sådana personer skall kunna kontinuerligt bedöma bolagets ekonomiska förhållanden och göra en rättvis värdering av aktiernas värde.

Särskilt i de fall då ett bolag vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning fordras en korrekt och utförlig information som är omedelbar och samtidig. Vid emissioner bör således minimikraven vara högt ställda. Enligt aktiebolagslagen är bolag som har sina aktier noterade på Stockholms

fondbörs och vissa andra större aktiebolag skyldiga att utge emissionsprospekt inte enbart vid inbjudan om förvärv av aktier utan även vid inbjudan att förvärva teckningsrätter i bolaget, konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis, allt under förutsättning att summan av de belopp som kan komma att erläggas till följd av erbjudandet uppgår till minst en miljon kronor.

Inom EG-kommissionen har lagts fram förslag till minimikrav för prospekt avseende värdepapper som utbjuds till salu eller teckning utanför fondbörserna. Förslaget har under 1988 varit föremål för väsentliga ändringar och medlemsstaterna har i december 1988 i princip enats om förslagets slutliga innehåll. En redogörelse för direktivförslaget lämnas i bilaga 3 (Proposal for a Council Directive coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public). Förslaget omfattar inte inbjudan att förvärva värdepapper vilkas försäljningsvärde inte överstiger 40 000 ECU eller ca 300 000 kr. Att det aktiebolag som ger ut emissionen är av begränsad storlek hindrar däremot inte att förslaget skall tillämpas.

De behov av information som aktieplacerare har, när ett aktiebolag vänder sig till en bredare allmänhet för kapitalanskaffning, är i och för sig oberoende av aktiebolagets storlek. För att garantera en viss informationskvalitet vid emissionserbjudanden till en bredare allmänhet och för att åstadkomma en harmonisering med den inom EG föreslagna ordningen bör enligt vår mening aktiebolag åläggas att vid erbjudanden till allmänheten om att förvärva eller teckna aktier eller därmed jämställda fondpapper ge ut emissionsprospekt, även om aktierna inte blir börs- eller OTC-noterade.

I EG-kommissionens förslag har som nyss framgått en nedre värdegräns i fråga om emissionens storlek föreslagits för att ett emissionsprospekt skall vara obligatoriskt. Enligt vår mening bör vid varje tillfälle när inbjudan riktas till allmänheten att investera kapital krav ställas på god information om den utbjudna placeringen oavsett det slutligt tecknade beloppets storlek. Skäl finns därför att slopa enmiljongränsen enligt den nuvarande regleringen. Begränsningen infördes med i huvudsak den motiveringen att det inte kan krävas upprättande av ett prospekt vid varje till en vidare krets riktat erbjudande. Någon större praktisk betydelse har begränsningen inte för de större bolagen, vare sig de är officiellt eller inofficiellt kursnoterade, eftersom det är sällsynt att dessa bolag går ut med en inbjudan som avser ett mindre vederlag än en miljon kronor. För de mindre bolagen skulle ett borttagande av beloppsgränsen i vissa fall kunna innebära en praktisk realitet, eftersom det ligger närmare till hands att anta att även mindre emissionsbelopp kan vara intressanta för dessa bolag. Storleken av beloppet är dock blygsam. Fåmansbolag som inte vänder sig till en vidare krets vid en emission kommer inte att omfattas av skyldigheten att utge prospekt. Något avsevärt merarbete torde inte uppkomma för något bolag, om den nu diskuterade inskränkningen i skyldigheten att ge ut emissionsprospekt tas bort. Vi föreslår därför att så sker.

Skyldigheten för de aktiebolag som nu är i fråga att utge prospekt bör omfatta erbjudanden om förvärv eller teckning inte endast av aktier utan även av konvertibla skuldebrev, skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning och vinstandelsbevis. På så sätt uppnås fullständig överensstämmelse i aktuellt hänseende med de regler som enligt aktiebolagslagen gäller för aktiebolag som har sina aktier noterade på Stockholms fondbörs och vissa andra större aktiebolag.

Enligt aktiebolagslagen skall emissionsprospekt innehålla balansräkningar avseende utgången av de tre senaste räkenskapsår för vilka årsredovisning och revisionsberättelse avgivits och resultaträkningar för dessa tre räkenskapsår samt ett sammandrag av de uppgifter som funnits i de tre senaste årens förvaltningsberättelser, om verksamhet bedrivits under denna tidsperiod, och i annat fall det mindre antal år under vilket verksamhet bedrivits. Vidare skall lagerreserv upptas i prospektet om den inte framgår av balansräkning och resultaträkning i årsredovisningen. Till prospektet skall även fogas en finansieringsanalys som redovisar bolagets finansiering och kapitalinvesteringar under det senaste räkenskapsåret. Har under året ändring vidtagits beträffande specificering av poster i resultaträkningen och balansräkningen skall, om särskilda hinder ej möter, uppgifterna från den tidigare årsredovisningen sammanställas så att dessa kan jämföras med posterna i den senare årsredovisningen. Om bolaget är moderbolag skall det i prospektet uppta koncernresultaträkning och koncernbalansräkning för de tre senaste räkenskapsåren. I prospektet skall också lämnas upplysning om viktiga förhållanden och händelser i övrigt av väsentlig betydelse för bolaget, vilka hänför sig till perioden efter intagna årsredovisningshandlingar. Om prospektet framläggs senare än åtta månader efter utgången av det senaste räkenskapsåret bör prospektet innehålla en delårsrapport med uppgifter från tiden för det senaste räkenskapsårets början till en dag ej tidigare än tre månader före emissionsprospektets utgivande. Prospektet skall även innehålla en kortfattad historik över bolagets verksamhet, uppgifter om bolagets styrelseledamöter, revisorer och ledande befattningshavare och redogörelse för ägar- och rösträttsförhållanden i fråga om bolagets aktier. En redogörelse för bolagets och, om dotterbolag finns, koncernens verksamhet, råvarutillgångar, produkter och driftsställen samt ställning i branschen skall också upptas i prospektet.

EG-kommissionens förslag innebär att ett prospekt utan samband med börsregistrering bl.a. skall innehålla information om dem som är ansvariga för prospektet och ansvariga för revisionen av bolagets räkenskaper, detaljerade upplysningar om genomförandet av erbjudandet och vad som skall iakttas vid utnyttjande av erbjudandet. Vidare skall prospektet innehålla en allmän information om utgivarens verksamhet. Prospektet skall även innehålla upplysningar om utgivarens tillgångar, skulder, ekonomisk ställning, vinst och förlust, administration, ledning, övervakning.

Ett emissionsprospekt skall tjäna som medel för att underlätta ett ställningstagande till förvärvserbjudandet. Det är därför angeläget att bedömningsunderlaget vid emissioner blir så fullständigt som möjligt. Åtskilliga av

de bolag för vilka enligt vår mening bör införas grundläggande regler om information är så kallade högriskföretag eller nystartade aktiebolag där informationsbehovet i många fall kan vara större än när det gäller mer väletablerade bolag. Det torde därför finnas goda skäl att låta aktiebolagslagens regler om emissionsprospekts innehåll omfatta samtliga bolag som har allmänt spridda aktier eller har för avsikt att sprida sina aktier till en bredare allmänhet. En jämförelse mellan reglerna om innehållet i ett emissionsprospekt enligt aktiebolagslagen och huvudlinjerna i EG-kommissionens förslag visar att man genom att göra aktiebolagslagens regler om emissionsprospekt tillämpliga på aktiebolag, vilkas aktier är allmänt spridda, kan på ett tillfredsställande sätt uppfylla önskemålet att åstadkomma harmonisering med direktivförslaget. Med hänsyn härtill föreslår vi en lagändring så att även aktiebolag, vilkas aktier är allmänt spridda eller kan förväntas nå en sådan spridning och som enligt den nu gällande aktiebolagslagen inte omfattas av kraven på emissionsprospekt, skall göra det.

Näringslivets börskommitté har i sin rekommendation om utformning av prospekt skärpt kraven utöver vad som stadgas i lagstiftningen. Det synes inte föreligga anledning att vidga kraven i enlighet med rekommendationen och låta dem formellt omfatta alla aktiebolag som har allmänt spridda aktier. Däremot är det givetvis önskvärt att de tillämpas i så stor utsträckning som möjligt av aktiebolag som vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning.

Av EG-kommissionens direktivförslag framgår att medlemsstaten eller en därtill utsedd behörig institution skall vara ansvarig för att informationsskyldigheten iakttas samt kunna meddela undantag från de uppställda kraven när skäl föreligger. Denna institution skall för att kunna kontrollera att kraven uppfylls ha möjlighet att granska emissionsprospekten och därmed sammanhörande material innan erbjudandet går ut till allmänheten. Denna möjlighet garanteras genom att ett emissionsprospekt måste överlämnas till institutionen före det att erbjudandet publicerats för allmänheten första gången. Granskningen skall göras av institutionen i det land där erbjudandet sker första gången.

Det synes naturligt att låta bankinspektionen svara för tillsynen och den handläggning av frågor om emissionsprospekt samt andra frågor av liknande karaktär som rör aktiebolag med allmänt spridda men ej börsnoterade aktier. En sådan ordning skulle stå i god samklang med EG-kommissionens förslag på området. Uppgiften borde inte bli alltför resurskrävande med hänsyn till att bolagets revisorer enligt 4 kap. 24 § aktiebolagslagen skall granska emissionsprospektet och även avge en berättelse över sin granskning.

Med hänsyn till att det kan vara fråga om helt nystartade bolag, där vissa av de uppgifter som krävs enligt aktiebolagslagen inte kan lämnas därför att bolaget inte varit verksamt tillräckligt länge, och mindre bolag som av andra skäl inte kan uppfylla samtliga krav som uppställs i aktiebolagslagen, bör en möjlighet införas att meddela undantag från de uppställda kraven. Så bör exempelvis kunna ske i fråga om skyldigheten att visa räkenskapshandlingar

för de tre senaste åren, om bolaget nyligen börjat sin verksamhet. Frånsett de fall där bolaget på grund av för kort verksamhetstid inte kan uppfylla samtliga krav måste dock möjligheten att meddela undantag tillämpas mycket restriktivt. Frågor om undantag bör prövas av bankinspektionen.

I de fall att ett erbjudande riktas till allmänheten samtidigt som bolaget har för avsikt att söka börsintroduktion kan fråga uppkomma, om granskning av emissionsprospekt skall ombesörjas av den börs som erhållit ansökan om inregistrering. Vi föreslår att utgivare av fondpapper i samband med ansökan om inregistrering skall offentliggöra en särskild redogörelse för sina förhållanden (avsnitt 7.4.2.2). Redogörelsen skall lämnas i ett introduktionsprospekt och innehålla de uppgifter som skall ingå i ett emissionsprospekt enligt 4 kap. 20–22 och 24 §§ aktiebolagslagen (1975:1385). Vidare föreslår vi att om emission sker i samband med ansökan om inregistrering introduktionsprospektet också skall innehålla uppgift om underlag för hur emissionskursen bestämts och efter vilka principer fördelningen av fondpapper sker. Introduktionsprospektet skall granskas av styrelsen för den börs där inregistreringen söks (avsnitt 7.4.2.2).

Om ett erbjudande riktas till allmänheten samtidigt som börsintroduktion söks, bör det inte ske en granskning av emissionsprospektet både av den börs där introduktionen skall ske och av bankinspektionen. Den granskning som en börsstyrelse skall göra i samband med en ansökan om inregistrering bör även kunna omfatta att emissionsprospektets innehåll överensstämmer med vad som föreskrivs i aktiebolagslagen. Som övergripande tillsynsmyndighet har bankinspektionen också goda möjligheter att rätta till eventuella brister vid en börs granskning av emissionsprospektet. Lämnas inte godkännande av styrelsen för en börs måste emissionsprospektet granskas och godkännas av bankinspektionen innan inbjudan offentliggörs eller på annat sätt riktas till en vidare krets.

Under vårt arbete har vi övervägt om förhandsgranskningen av ett emissionsprospekt skall kunna delegeras av bankinspektionen till en fondkommissionär eller en bank. Vi har dock funnit att det inte är lämpligt att överlåta denna tillsynsuppgift till enskilda privata organ. Ett system som innebar att vissa aktörer hade mandat att göra förhandsgranskningar av emissionsprospekt skulle kunna få snedvridande effekter i konkurrenshänseende.

9.4.4 Delårsrapporter

Skyldigheten enligt aktiebolagslagen att avge delårsrapport är, som framgått av avsnitt 9.2.1, inskränkt till aktiebolag med aktier eller skuldebrev noterade vid Stockholms fondbörs och andra större aktiebolag som är skyldiga att ha en auktoriserad revisor enligt 10 kap. 3 § aktiebolagslagen. Skyldigheten att avge delårsrapporter har införts därför att en rapportering av de större bolagens verksamhet en gång per år har ansetts inte tillgodose behovet av information i tillräcklig grad. Motsvarande resonemang kan användas även i fråga om bolag som har allmänt spridda aktier ehuru de ej

är officiellt kursnoterade. Med hänsyn till att dessa bolag kan ha bedrivit verksamhet endast kort tid och ibland bygger på affärsideer med spekulativa inslag är vår uppfattning att behovet av delårsrapporter för dessa bolag är lika stort som för de större bolagen. För aktieägare i bolagen krävs på samma sätt som i fråga om de större aktiebolagen en kontinuerlig uppföljning av rörelsens resultat, särskilt som avsaknaden av en regelbunden officiell kursnotering oftast gör det svårare att bedöma värdet av en kapitalplacering i bolagets aktier än i de officiellt noterade bolagens aktier.

EG:s tredje börsdirektiv syftar till att garantera en korrekt och regelbunden information från aktiebolag. Bolagen skall därför bl.a. publicera halvårsrapporter om sin verksamhet. EG-direktivet omfattar dock bara aktiebolag som är börsnoterade. Om en skyldighet att avge delårsrapporter införs för icke börsnoterade aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda blir kraven på sådana bolag högre i Sverige än inom EG. Möjligheten att avge delårsrapporter har dock ökat i takt med förbättrad redovisningsteknik och samtidigt har viljan ökat att ge aktieägare god information. På grund av det anförda föreslår vi att en skyldighet införs för alla aktiebolag med allmänt spridda aktier att avge delårsrapporter med det innehåll som nu föreskrivs i aktiebolagslagen såvitt gäller vissa större aktiebolag.

Enligt det tredje börsdirektivet skall medlemsstaterna utse en eller flera behöriga institutioner att handlägga frågor enligt direktivet. Med hänsyn till att det här är fråga om bestämmelser för bolag vilkas aktier inte är officiellt noterade och sålunda inte skulle omfattas av direktivet finner vi ingen anledning att i förevarande sammanhang ta upp direktivets krav till behandling. Det skall dock nämnas att en avskrift av delårsrapporten skall sändas till registreringsmyndigheten och att det enligt praxis torde åligga bolagets revisor som ett led i revisionen att övervaka att delårsrapport avges och kontrollera att rapporten ur innehållssynpunkt uppfyller aktiebolagslagens minimikrav.

9.4.5 Leo-lagen

Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m. omfattar de bolag som enligt värdepappersmarknadslagen utgör aktiemarknadsbolag, dvs. svenska aktiebolag som utgivit aktier som är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller svenska aktiebolag som har sina aktier OTC-noterade. Behovet av en lagstiftning ansågs mest angeläget i fråga om dessa aktiebolag, när den s.k. Leo-kommissionen lämnade sitt förslag till lagstiftning.

Lagen om riktade emissioner för aktiemarknadsbolag, som tar sikte på sådana emissioner där aktieägarna i bolaget inte får företrädesrätt till teckning i förhållande till det antal aktier de äger förut eller enligt vad som föreskrivs i bolagsordningen, ställer krav på beslut i kvalificerade former vid nyemission av aktier eller emission av konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning samt vid överlåtelse av aktier eller skuldebrev av dessa slag som har utfärdats av ett bolag inom samma koncern.

För transaktioner som innebär avsteg från principen att alla aktieägare skall behandlas lika krävs starka skäl. Att lagen om vissa riktade emissioner endast är tillämplig på aktiemarknadsbolag men inte på andra bolag vilkas aktier är allmänt spridda innebär att åtskilliga större bolag kan genomföra riktade emissioner exempelvis till bolagets ledning utan att ett tillfredsställande medinflytande för aktieägarna kan garanteras vid beslutet om emissionen. Någon anledning att i nu angivet hänseende behandla bolag med börsnoterade och bolag med onoterade aktier olika synes inte föreligga. Risken för att de enskilda aktieägarnas intressen inte till fullo tillgodoses vid besluten måste anses som inte obetydlig. Det är därför, oberoende av ett bolags storlek, viktigt när det finns en bredare aktieägarkrets i bolaget att beslut om en riktad emission sker på sådant sätt att aktieägarnas minoritetsintressen tillvaratas och att informationen är av hög kvalitet. Vi föreslår därför att lagen om vissa riktade emissioner görs tillämplig på aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda utan att vara börsnoterade.

9.5 Övrig information

9.5.1 Inledning

De krav som tidigare diskuterats i detta kapitel har sin grund i den gällande lagstiftningen för börsbolagen. Utöver dessa krav finns ytterligare ett omfattande regelverk som byggts upp av fondbörsen och bankinspektionen samt genom självreglerande verksamhet, såsom rekommendationer från Näringslivets börskommitté och uttalanden från Aktiemarknadsnämnden. På samma sätt som när det gäller lagreglerna har detta regelverk till syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Regelverket är därför också till stor del koncentrerat till handelsregler och därmed sammanhängande frågor. Gruppen av aktiebolag som inte är officiellt noterade men vilkas aktier ändå är allmänt spridda är mycket heterogen. Inom gruppen finns bolag som endast har något hundratal aktieägare vilkas aktier är föremål för en mycket blygsam handel och stora aktiebolag med en ganska regelbunden handel. Till övervägande del är dock handeln inte av den omfattningen att den kan jämföras med handeln på fondbörsens aktielistor för inregistrerade aktier. Det skulle inte vara meningsfullt eller fylla ett behov att göra samtliga eller i det närmaste samtliga krav som ställs på officiellt kursnoterade aktiebolag tillämpliga även på övriga bolag med allmänt spridda aktier. Vissa av de mindre aktiebolagen skulle inte klara kraven och vissa krav skulle inte tjäna något ändamål.

Vi har dock funnit att en del informationskrav som uppställs i den officiella handeln också bör vara tillämpliga på aktiebolag vilkas aktier inte är officiellt kursnoterade men ändå allmänt spridda. Dessa krav bör – eftersom det inte finns någon ram för självreglering inom denna kategori av aktiebolag – fastställas i lagform. Med en sådan ordning kommer de grund-

läggande informationskraven i princip att enligt lag bli tillämpliga på alla bolag som vänder sig till en bredare allmänhet, medan ytterligare informationskrav i samband med handel till exempel på Stockholms fondbörs kommer att regleras i inregistreringskontraktet eller genom andra liknande civilrättsliga avtal eller självreglerande åtgärder. En sådan lag bör inte omfatta endast svenska aktiebolag utan också utländska aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda i Sverige.

Med hänsyn till att det i en inte oväsentlig grad föreligger likheter mellan den handel som sker på fondbörsens O-lista och den handel som sker utanför fondbörsens verksamhetsområde har vi funnit att den förbindelse som reglerar förhållandena på O-listan kan tjäna som utgångspunkt för kraven i lagstiftningen.

9.5.2 Revisionsberättelse

Ett aktiebolags årsredovisning är en av de viktigaste informationskällorna om ett bolags verksamhet. Årsredovisningen tjänar olika ändamål. Den skall bl.a. ge vägledning åt företagsledningens planering av bolagets verksamhet, den skall ge information till utomstående intressenter, den skall bidra till en ökad samhällsinformation om utvecklingen i näringslivet och ligga till grund för företagsanalyser. Informationen om årsredovisningens innehåll är därför av vital betydelse för bolagets aktieägare eller de som överväger att placera kapital i bolaget. Den granskning som bolagets revisorer gör av årsredovisningen, bolagets räkenskaper samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av bolaget är därför av stor betydelse för aktieägarna. Resultatet av granskningen presenteras varje år i en revisionsberättelse till bolagsstämman i bolaget. I revisionsberättelsen är bolagets revisorer enligt 10 kap. 10 § tredje stycket aktiebolagslagen skyldiga att rikta anmärkning mot styrelseledamot eller verkställande direktör i vissa fall (åtgärd eller försummelse som kan föranleda ersättningsskyldighet, handlande i strid mot lag eller bolagsordning). Revisorerna skall enligt samma stycke också uttala sig angående ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktören samt kan även i övrigt meddela upplysningar som de önskar bringa till aktieägarnas kännedom. Vidare skall revisionsberättelsen enligt sjätte stycket i samma paragraf innehålla särskilt uttalande angående fastställande av balansräkning och resultaträkning samt angående förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust.

Det är viktigt att revisorernas uppfattning kommer till aktieägarnas kännedom så fort som möjligt. Anmärkningar i revisionsberättelsen enligt 10 kap. 10 § aktiebolagslagen bör offentliggöras i nära samband med att revisionsberättelsen överlämnas till bolagets styrelse. Genom en sådan ordning ges aktieägarna en god tidsfrist inför bolagsstämman att ta ställning till de anmärkningar eller upplysningar som finns intagna i revisionsberättelsen och bedöma vilka konsekvenser som kan bli aktuella. För de O-listenoterade aktiebolagen gäller att de är skyldiga att, om revisionsberättelsen innehåller anmärkning eller upplysning som avses i 10 kap. 10 § tredje stycket

aktiebolagslagen eller om revisorerna inte enhälligt tillstyrker fastställande av balansräkning och resultaträkning, styrelsens förslag till dispositioner beträffande bolagets vinst eller förlust eller ansvarsfrihet för styrelseledamöterna och verkställande direktör, snarast och senast en vecka före ordinarie bolagsstämma offentliggöra revisionsberättelsen. Enligt vår mening bör en sådan skyldighet lagfästas och gälla för alla aktiebolag med allmänt spridda aktier. Offentliggörandet bör ske snarast och senast en vecka före ordinarie bolagsstämma.

9.5.3 Bokslutskommuniké

I samband med att styrelsen fastställer årsbokslut åläggs enligt fondbörsens förbindelse för O-listan bolagen att omedelbart offentliggöra det väsentliga innehållet i årsbokslutet genom en bokslutskommuniké. Bokslutskommunikén har till syfte att snabbt informera marknaden om det huvudsakliga innehållet i årsbokslutet. Även för aktiebolag vars aktier är allmänt spridda utanför fondbörsen är det angeläget att undvika att uppgifter om bokslutet sprids ryktesvägen och möjliggöra för berörda parter att samtidigt och snabbt få tillgång till en så god information som möjligt om bolagets ekonomiska förhållande. Dessa bolag bör därför också omfattas av kravet på att en bokslutskommuniké lämnas och att, i de fall då bokslutet i beaktansvärd mån avviker från tidigare avgiven bokslutskommuniké, en ny kommuniké offentliggörs.

I vissa fall, såsom när det är fråga om mycket små aktiebolag med en måttlig spridning av sina aktier samt en blygsam omsättning, bör dock bankinspektionen ha möjlighet att meddela undantag från skyldigheten att ge ut en kommuniké. Undantag bör också kunna meddelas i andra fall såsom när handeln i aktierna är begränsad på grund av att bolaget ägs av de anställda. Behovet av information till marknaden och en bredare allmänhet i form av en bokslutskommuniké är i dylika fall litet.

Bokslutskommunikén bör innehålla de från informationssynpunkt mest betydelsefulla upplysningarna i årsbokslutet, såsom bolagets resultat efter finansiella intäkter och kostnader, extraordinära intäkter och kostnader, vinst per aktie före eller efter extraordinära poster, förslag till vinstutdelning per aktie samt förslag till emission av aktier eller andra fondpapper. Liksom för O-listebolagen är det naturligt att offentliggörandet sker genom att kommunikén lämnas till massmedierna. Eftersom det i många fall rör sig om små bolag där nyhetsvärdet framstår som ringa finns det en risk för att något faktiskt offentliggörande inte kommer till stånd. Det bör därför finnas en möjlighet för bankinspektionen att ålägga bolagen att informera om bokslutskommunikén genom annons i dagspress. Den närmare utformningen av de regler som behövs för offentliggörande av bokslutskommunikén eller dess innehåll bör utarbetas av tillsynsmyndigheten.

9.5.4 Allmän informationsregel

Vi har i det föregående behandlat olika omständigheter i ett aktiebolags verksamhet, som aktieägarna och aktiemarknaden har ett särskilt behov att bli informerade om. Därutöver finns det åtskilliga andra händelser eller beslut som har betydelse för bedömningen av ett bolags verksamhet och som också bör komma till enskilda aktieägares och aktiemarknadens kännedom.

I förbindelsen för O-listebolag har en skyldighet ålagts bolagen att så snart det kan ske offentliggöra beslut eller händelse som i inte oväsentlig grad påverkar den bild av bolaget eller när bolaget är moderbolag koncernens situation som skapats av föregående årsredovisning, delårsrapport eller annan uppgift om bolaget eller koncernen eller eljest påverkar värderingen av bolagets noterade aktier. Föreskriften har karaktären av en generalklausul som skall tillgodose aktieägares och andra aktörers behov av att få kännedom om beslut som kan rubba tidigare prognoser. Även i fråga om bolag som ligger utanför börsen måste det finnas en garanti för att aktieägare och andra aktörer får del av information om en oväntad utveckling i bolaget. Det sagda kan gälla händelser av de mest skiftande slag, såsom att bolaget avser att lämna en prognos om verksamheten före bokföringsårets utgång, skall gå samman med ett annat aktiebolag eller upphöra med vissa delar av sin verksamhet eller expandera på ett visst område. Även beslut av mer bolagsintern karaktär kan ha betydelse för bilden av bolaget, till exempel förändringar i bolagets ledning eller transaktioner mellan bolaget och närstående. Med närstående avses sådana aktieägare, styrelseledamöter, företagsledare och andra som har möjlighet att i väsentlig grad påverka viktigare beslut i företaget.

På grund av vad vi nu anfört föreslår vi att aktiebolag, vilkas aktier är allmänt spridda, skall vara skyldiga att utan dröjsmål offentliggöra händelser eller beslut när dessa är av betydelse för bedömningen av bolaget.

Riktlinjer om vad som skall anses falla in under bestämmelsens tillämpningsområde utarbetas lämpligen av bankinspektionen genom allmänna råd.

9.6 Tillsyn

Bankinspektionens arbetsuppgifter och verksamhetsområde vidgas avsevärt som en följd av vårt förslag. Förslaget innebär att bankinspektionen blir ansvarig för tillsynen över att de aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda men inte föremål för en officiell notering uppfyller de informationskrav som uppställs i lagstiftningen.

Bolagen skall enligt vårt förslag vid emissioner sända in utkast till emissionsprospektet för förhandsgranskning av bankinspektionen. Vid samtidig inregistrering av fondpapper på en börs kan dock denna förhandsgranskning och godkännande av emissionsprospekt göras av styrelsen för börsen. En sådan förhandsgranskning skall dock inte innebära att patent- och regi-

streringsverkets granskning enligt aktiebolagsförordningen (1975:1387) vid anmälan av beslut om nyemission i ett aktiebolag eller om annan ökning av kapitalet i bolaget skall förändras. Detta innebär att patent- och registreringsverket i efterhand sedan emissionen genomförts kommer att göra den kontroll som ankommer på myndigheten med stöd av de handlingar som skall bifogas ansökan enligt 7 § aktiebolagsförordningen. En viss dubbel kontroll åstadkommes härigenom, eftersom till anmälan av bolaget bl.a. skall bifogas ett exemplar av emissionsprospektet när sådant skall upprättas.

Bankinspektionens förhandsgranskning av ett upprättat emissionsprospekt avser att kontrollera att informationen om bolaget i prospektet är vederhäftig och tillräcklig för att allmänheten skall kunna göra en tillfredsställande bedömning av erbjudandet. I huvudsak kommer denna förhandsgranskning att innebära en kontroll av att prospektet uppfyller de krav som ställs i aktiebolagslagen. Som framgår av avsnitt 9.4.3 bör bankinspektionen ha möjlighet att i särskilda fall meddela undantag från kraven på prospektets innehåll. Bankinspektionens granskning kan självfallet inte ersätta bolagets revisors kontroll enligt 4 kap. 24 § aktiebolagslagen av vissa uppgifter i emissionsprospektet. En förhandsgranskning av bankinspektionen innebär ingen garanti för att erbjudandet är en god investering utan endast att uppgifter tagits med i prospektet som fordras för en godtagbar bedömning av erbjudandet. Kvaliteten av erbjudandet faller inte under bankinspektionens granskning.

Vi föreslår också att de aktiebolag vilkas aktier är allmänt spridda ehuru de inte är officiellt noterade på en börs skall vara skyldiga att offentliggöra anmärkning eller upplysning i revisionsberättelse, lämna bokslutskommuniké avge delårsrapport och även offentliggöra beslut eller händelse som i inte oväsentlig grad påverkar bilden av bolagets ekonomiska ställning. Även tillsynen över att bolagen uppfyller dessa informationskrav bör fullgöras av bankinspektionen.

Till bankinspektionens uppgifter bör också höra att meddela undantag från de regler som ställs upp för bolagen. Undantag bör bland annat kunna lämnas när ett offentliggörande skulle vara till förfång för bolaget.

Om ett aktiebolag inte fullgör sin informationsskyldighet på ett tillfredsställande sätt måste bankinspektionen kunna ingripa mot handeln med bolagets aktier. Utan en sådan möjlighet skulle de föreslagna reglerna förlora mycket av sin skärpa och betydelse. Marknadens aktörer bör på ett så effektivt sätt som möjligt upplysas om eventuella brister i informationen om bolaget. Ingrepp i handeln med dessa bolags aktier möter dock vissa praktiska svårigheter, eftersom en daglig tillsyn av handeln inte är möjlig på samma sätt som vid börshandel. Det är knappast realistiskt att kunna tänka sig en tillsyn som ger samma kontrollmöjligheter som fondbörsen har genom sin närhet till den dagliga handeln. Möjligheten till ingripanden för att i förebyggande syfte kunna stävja en osund utveckling i handeln är av naturliga skäl mycket större vid en organiserad och regelbunden handel på en marknadsplats. Tillsynen kommer därför i huvudsak att präglas av in-

gripanden i efterhand.

För att skapa en effektiv möjlighet att ingripa i handeln med icke officiellt kursnoterade aktier föreslår vi att, i likhet med vad som gäller vid handel med registrerade aktier, medel bör finnas att avbryta handeln när förhållanden föreligger som försvårar eller omöjliggör för enskilda aktieägare eller övriga kapitalplacerare att göra en rättvis bedömning av bolagets ekonomiska ställning och utsikter. Själva möjligheten att avbryta handeln är sannolikt också ägnad att främja bolagens benägenhet att fullgöra sina informationsskyldigheter gentemot aktieägarna.

Handel med oregistrerade aktier sker som tidigare nämnts till stor del genom förmedling av lokala bankkontor och fondkommissionärer. Vi föreslår därför att bankinspektionen i sin egenskap av tillsynsmyndighet för fondkommissionärer och, i enlighet med vårt förslag, andra auktoriserade aktörer på marknaden får rätt att förbjuda dessa att förmedla affärer med ett aktiebolags aktier. En sådan åtgärd kan bli aktuell sedan ett missförhållande kunnat konstateras avseende exempelvis informationen i ett emissionsprospekt eller innehållet i en årsredovisning. Ett handelsstopp kan naturligtvis också komma i fråga om exempelvis ett brottsligt förfarande av bolagets styrelse kan misstänkas.

I likhet med vad som gäller för börsstopp bör ett sådant handelsstopp inte vara i kraft mer än vad som är absolut nödvändigt för att skapa klarhet i de förhållanden som förorsakat eller kan komma att förorsaka en snedvriden värdering av bolagets aktier. Längre handelsstopp leder sannolikt, särskilt när det gäller denna typ av aktier, till att handeln tar sig andra former som inte omfattas av bankinspektionens tillsyn av fondkommissionärer m.fl. Den snedvridna värderingen av aktierna kan då komma att förstärkas ytterligare till nackdel för såväl köpare som säljare. Trots vad som nu sagts kan det dock uppkomma situationer som kräver långa handelsstopp eller rent av tidsobegränsade stopp för att omöjliggöra eller försvåra organiserad handel med aktier i företag, vars behandling av aktieägarna inte motsvarar de krav som måste uppfyllas för att få vända sig till allmänheten. Den snedvridning av kurssättning som kan uppkomma kan inte undvikas men torde kompenseras av kunskapen att aktierna helt saknar någon form av kvalitetsstämpel.

Om bolagen inte följer föreskrifterna i lagen anser vi att bankinspektionen bör förfoga över också andra påtryckningsmedel än handelsstopp. Vi föreslår därför att bankinspektionen skall ges möjlighet att förelägga bolagen vid vite att följa föreskrifterna.

Bankinspektionens beslut bör av skäl motsvarande dem som anförts i avsnitt 16.5 kunna överklagas till kammarrätten i Stockholm.

Vårt förslag innebär att bankinspektionen ställs inför nya arbetsuppgifter. Själva tillsynsarbetet kommer i vissa delar att likna den tillsyn som Stockholms fondbörs utövar för att kontrollera att uppställda informationskrav följs av emittenterna vilkas aktier handlas på fondbörsen. De informationskrav vi föreslår för aktiebolag vilkas aktier inte är noterade på en börs överensstämmer till stora delar med kraven enligt fondbörsens förbindelse

för aktiebolag vilkas aktier är noterade på O-listan. Det är enligt vår mening önskvärt att bankinspektionen söker finna samarbetsformer med fondbörsen för att få ta del av de kunskaper som fondbörsen har avseende tillsynen över aktiehandeln. Härigenom torde det vara möjligt att överbrygga den brist på erfarenhet som bankinspektionen inledningsvis kommer att ha på området. Förutom möjligheten att med hjälp av fondbörsen förstärka sin kompetens på området bör bankinspektionen också arbeta upp informationskanaler för att kontinuerligt få information om vad som händer på aktiemarknaden utanför den etablerade börsverksamheten. För detta ändamål bör det vara möjligt för bankinspektionen att anlita externa konsulter.

Statens offentliga utredningar 1989

Kronologisk förteckning

1. Rapport av den särskilde utredaren för granskning av hotbilden mot och säkerhetsskyddet kring statsminister Olof Palme. C.
2. Beskattning av fåmansföretag. Fi.
3. Integriteten vid statistikproduktion. C.
4. Fasta Öresundsförbindelser. K.
5. Samordnad länsförvaltning. Del 1: Förslag. C.
6. Samordnad länsförvaltning. Del 2: Bilagor. C.
7. Vidgad etableringsfrihet för nya medier. U.
8. UD:s presstjänst. UD.
9. Särskild inkomstskatt för utländska artister m.fl. Fi.
10. Två nya treåriga linjer. U.
11. Hushållssparandet - Huvudrapport från Spardelegationens sparundersökning. Fi.
12. Den regionala problembilden. A.
13. Mångfald mot enfald. Del 1. A.
14. Mångfald mot enfald. Del 2. Lagstiftning och rättsfrågor. A.
15. Storstadstrafik 2 - Bakgrundsmaterial. K.
16. Kostnadsutveckling och konkurrens i banksektorn. Fi.
17. Risker och skydd för befolkningen. Fö.
18. SÄPO - Säkerhetspolisens arbetsmetoder. C.
19. Regionalpolitikens förutsättningar. A.
20. Tullregisterlag m.m. Fi.
21. Sätt värde på miljön - miljöavgifter på svavel och klor. ME.
22. Censurlagen - en modernisering av biografförordningen. U.
23. Parkeringsköp. Bo.
24. Statligt finansiellt stöd? I.
25. Rapporter till finansieringsutredningen. I.
26. Kustbevakningens roll i den framtida sjöövervakningen. Fi.
27. Forskning vid de mindre och medelstora högskolorna. U.
28. Utbildningar för framtidens tandvård. U.
29. Samarbete kring klinisk utbildning och forskning inför 90-talet. U.
30. Professorstillsättning. En översyn av proceduren vid tillsättning av professorstjänster. U.
31. Statens mät- och provstyrelse. I.
32. Miljöprojekt Göteborg - för ett renare Hisingen. ME.
33. Reformerad inkomstbeskattning
    - Skattereformens huvudlinjer. Del 1.
    - Inkomst av kapital. Del 2.
    - Inkomst av tjänst, lagtext och kommentarer. Del 3.
    - Bilagor, expertrapporter. Del 4. Fi.
34. Reformerad företagsbeskattning
    - Motiv och lagförslag. Del 1.
    - Expertrapporter. Del 2. Fi.
35. Reformerad mervärdeskatt m.m.
    - Motiv. Del 1.
    - Lagtext och bilagor. Del 2. Fi.
36. Inflationskorrigerad inkomstbeskattning. Fi.
37. Utländska förvärv av Svenska företag - en studie av utvecklingen. I.
38. Det nya skatteförslaget - sammanfattning av skatteutredningarnas betänkanden. Fi.
39. Hjälpmedelsverksamhetens utveckling - kartläggning och bedömning. S.
40. Datorisering av tullrutinerna - slutrapport. Fi.
41. Samerätt och sameting. Ju.
42. Det civila försvaret. Del 1.
    Det civila försvaret. Del 2. Författningstext. Fö.
43. Storstadstrafik 3 - Bilavgifter. K.
44. Översyn av vapenlagstiftningen. Ju.
45. Standardiseringens roll i EFTA/EG - samarbetet. I.
46. Arméns utveckling och försvarets planeringssystem. Fö.
47. Hjälpmedelsverksamhetens utveckling - Bilagor. S.
48. Energiforskning för framtiden. ME.
49. Energiforskning för framtiden. Bilagor. ME.
50. Stiftelser för samverkan. U.
51. Den gravida kvinnan och fostret - två individer. Om fosterdiagnostik. Om sena aborter. Ju.
52. Det statliga energiforskningsprogrammet - aktörer inom energisektorn. ME.
53. Arbetstid och välfärd.
    Arbetstid och välfärd. Bilagedel A.
    Arbetstid och välfärd. Bilagedel B. A.
54. Rätt till gymnasieutbildning för svårt rörelsehindrade ungdomar. S.
55. Fungerande regioner i samspel. A.
56. Fiskprisregleringen och fiskeriadministrationen. JO.
57. DO och Nämnden mot etnisk diskriminering — de tre första åren.
58. Undantagandepensionärernas ekonomi. S.
59. Nominering av redovisningskonsulter. C.
60. Huvudbetänkande från alternativmedicinkommittén. S.
61. Hälsohem. S.
62. Alternativa terapier i Sverige. S.
63. Värdering av alternativmedicinska teknologier. S.
64. Kommunalbot. C.
65. Staten i geografin. A.

Statens offentliga utredningar 1989

Kronologisk förteckning

66. Begreppet krigsmateriel. UD.
67. Levnadsvillkor i storstadsregioner. SB.
68. Storstadens partier och valdeltagande 1948-1988. SB.
69. Storstadsregioner i förändring. SB.
70. Storstädernas arbetsmarknad. SB.
71. Ny bostadsfinansiering. Bo.
72. Värdepappersmarknaden i framtiden. Fi.

Statens offentliga utredningar 1989

Systematisk förteckning

Statsrådsberedningen

Levnadsvillkor i storstadsregioner. [67]
Storstadens partier och valdeltagande 1948-1988. [68]
Storstadsregioner i förändring. [69]
Storstädernas arbetsmarknad. [70]

Justitiedepartementet

Samerätt och sameting. [41]
Översyn av vapenlagstiftningen. [44]
Den gravida kvinnan och fostret - två individer. Om fosterdiagnostik. Om sena aborter. [51]

Utrikesdepartementet

UD:s presstjänst. [8]
Begreppet krigsmateriel. [66]

Försvarsdepartementet

Risker och skydd för befolkningen. [17]
Det civila försvaret. Del 1. [42]
Det civila försvaret. Del 2. Författningstext. [42]
Arméns utveckling och försvarets planeringssystem. [46]

Socialdepartementet

Hjälpmedelsverksamhetens utveckling - kartläggning och bedömning. [39]
Hjälpmedelsverksamhetens utveckling - Bilagor. [47]
Rätt till gymnasieutbildning för svårt rörelsehindrade ungdomar. [54]
Undantagandepensionärernas ekonomi. [58]
Huvudbetänkande från alternativmedicinkommittén. [60]
Hälsohem. [61]
Alternativa terapier i Sverige. [62]
Värdering av alternativmedicinska teknologier. [63]

Kommunikationsdepartementet

Fasta Öresundsförbindelser. [4]
Storstadstrafik 2 - Bakgrundsmaterial. [15]
Storstadstrafik 3 - Bilavgifter. [43]

Finansdepartementet

Beskattning av fåmansföretag. [2]
Särskild inkomstskatt för utländska artister m.fl. [9]
Hushållsparandet - Huvudrapport från Spardelegationens sparundersökning. [11]
Kostnadsutveckling och konkurrens i banksektorn. [16]
Tullregisterlag m.m. [20]
Kustbevakningens roll i den framtida sjöövervakningen. [26]
Reformerad inkomstbeskattning
- Skattereformens huvudlinjer. Del 1. [33]
- Inkomst av kapital. Del 2. [33]
- Inkomst av tjänst, lagtext och kommentarer. Del 3. [33]
- Bilagor, expertrapporter. Del 4. [33]

Reformerad företagsbeskattning
- Motiv och lagförslag. Del 1. [34]
- Expertrapporter. Del 2. [34]

Reformerad mervärdeskatt m.m.
- Motiv. Del 1. [35]
- Lagtext och bilagor. Del 2. [35]

Inflationskorrigerad inkomstbeskattning. [36]
Det nya skatteförslaget - sammanfattning av skatteutredningarnas betänkanden. [38]
Datorisering av tullrutinerna - slutrapport. [40]
Värdepappersmarknaden i framtiden. [72]

Utbildningsdepartementet

Vidgad etableringsfrihet för nya medier. [7]
Två nya treåriga linjer. [10]
Censurlagen - en modernisering av biografförordningen. [22]
Forskning vid de mindre och medelstora högskolorna. [27]
Utbildningar för framtidens tandvård. [28]
Samarbete kring klinisk utbildning och forskning inför 90-talet. [29]
Professorstillsättning. En översyn av proceduren vid tillsättning av professorstjänst. [30]
Stiftelser för samverkan. [50]

Jordbruksdepartementet

Fiskprisregleringen och fiskeriadministrationen. [56]

Arbetsmarknadsdepartementet

Den regionala problembilden. [12]
Mångfald mot enfald. Del 1. [13]
Mångfald mot enfald. Del 2. Lagstiftning och rättsfrågor. [14]

Statens offentliga utredningar 1989

Systematisk förteckning

Regionalpolitikens förutsättningar. [19]
Arbetstid och välfärd.
Arbetstid och välfärd. Bilagedel A.
Arbetstid och välfärd. Bilagedel B. [53]
Fungerande regioner i samspel. [55]
DO och Nämnden mot etnisk diskriminering
— de tre första åren. [57]
Staten i geografin. [65]

Industridepartementet

Statligt finansiellt stöd. [24]
Rapporter till finansieringsutredningen. [25]
Statens mät- och provstyrelse. [31]
Utländska förvärv av svenska företag - en studie av utvecklingen. [37]
Standardiseringens roll i EFTA/EG - samarbetet. [45]

Civildepartementet

Rapport av den särskilde utredaren för granskning av hotbilden mot och säkerhetsskyddet kring statsminister Olof Palme. [1]
Integriteten vid statistikproduktion. [3]
Samordnad länsförvaltning. Del 1: Förslag. [5]
Samordnad länsförvaltning. Del 2: Bilagor. [6]
SÄPO - Säkerhetspolisens arbetsmetoder. [18]
Nominering av redovisningskonsulter. [59]
Kommunalbot. [64]

Bostadsdepartementet

Parkeringsköp. [23]
Ny bostadsfinansiering. [71]

Miljö- och energidepartementet

Sätt värde på miljön - miljöavgifter på svavel och klor. [21]
Miljöprojekt Göteborg - för ett renare Hisingen. [32]
Energiforskning för framtiden. [48]
Energiforskning för framtiden. Bilagor. [49]
Det statliga energiforskningsprogrammet - aktörer inom energisektorn. [52]

KUNGL. BIBL.
1989 -12- 15
STOCKHOLM

ALLMÄNNA FÖRLAGET

BESTÄLLNINGAR: ALLMÄNNA FÖRLAGET, KUNDTJÄNST, 106 47 STOCKHOLM,
TEL: 08-739 96 30, FAX: 08-739 95 48.