

Regeringens proposition

2008/09:164



Oskäliga krav i börsers regelverk

Prop.
2008/09:164

Regeringen överlämnar denna proposition till riksdagen.

Stockholm den 12 mars 2009

Fredrik Reinfeldt

Mats Odell
(Finansdepartementet)

Propositionens huvudsakliga innehåll

I propositionen föreslås en ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden innebärande ett förbud för börser att ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad.

Lagändringen föreslås träda i kraft den 1 juli 2009.

1	Förslag till riksdagsbeslut.....	3
2	Lagtext.....	4
3	Ärendet och dess beredning.....	6
4	Oskäligen krav i börsers regelverk	7
4.1	Inledning	7
4.2	Gällande rätt.....	7
4.3	”Balls Act” i Storbritannien	10
4.4	Ett förbud mot oskäligen krav	10
5	Ikraftträdande.....	20
6	Ekonomiska konsekvenser.....	21
7	Författningskommentar.....	22
Bilaga 1	Lagförslaget i promemorian om börsers regelverk.....	24
Bilaga 2	Remissinstanserna	27
Bilaga 3	Lagrådsremissens lagförslag.....	28
Bilaga 4	Lagrådets yttrande	32
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 12 mars 2009	34

1 Förslag till riksdagsbeslut

Prop. 2008/09:164

Regeringen föreslår att riksdagen antar regeringens förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

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

Härigenom föreskrivs¹ att 13 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

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

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

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

En börs *skall* också

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

Föreslagen lydelse

13 kap.

1 §

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

När börsen driver en reglerad marknad, *ska* den tillämpa principerna om

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

En börs *ska* också

1. identifiera och hantera de risker som kan uppstå i verksamheten,
 2. ha säkra tekniska system, samt
 3. identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppstå mellan börsens eller dess ägares intressen och intresset av att en reglerad marknad drivs i enlighet med första och andra styckena.
- En börs får inte i sitt regelverk ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. Vad som utgör ett oskäligt krav ska bedömas med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.*

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

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

I propositionen behandlas en promemoria från december 2007 som upprättats av en av Näringsdepartementet anlitad konsult (Mannheimer Swartling Advokatbyrå). I promemorian föreslås lagstiftning innebärande förbud mot oskäligt betungande förpliktelser i börsers regelverk för emittenter och deltagare. Promemorian har remissbehandlats och en remissammanställning finns tillgänglig i Finansdepartementet (dnr Fi2007/9999).

Lagrådet

Regeringen beslutade den 5 februari 2009 att inhämta Lagrådets yttrande över de lagförslag som finns i *bilaga 3*.

Lagrådets yttrande finns i *bilaga 4*.

Regeringen har följt Lagrådets förslag.

Lagrådsbehandlingen omfattade även vissa förslag till ändringar i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Svenskt Näringsliv, som gett in den begäran om lagändringar som behandlats i lagrådsremissen i denna del, har efter regeringens beslut den 5 februari framfört önskemål om att få tillfälle att ge in ett kompletterande underlag till stöd för sin begäran om ett mer omfattande undantag från bestämmelserna om insiderbrott än det i lagrådsremissen föreslagna. Regeringen har valt att ge Svenskt Näringsliv en möjlighet att komplettera sin framställning och kommer här efter att ta ställning till huruvida det finns skäl att återkomma i frågan i ett annat sammanhang.

4.1 Inledning

I maj 2007 offentliggjorde OMX AB (nedan OMX) och den amerikanska börsen Nasdaq ett samgående. I augusti samma år offentliggjorde Borse Dubai ett kontanterbudande för aktierna i OMX. Efter olika turer har Nasdaq kommit att bli huvudägare i OMX. Mot bakgrund av den starka ställning som dotterbolaget OMX Nordic Exchanges AB har på den svenska finansmarknaden kan ägarförändringen få betydelse för sektorns utveckling.

Alltsedan det första budet i maj 2007 har det diskuterats om ett utländskt ägande av OMX kan komma att innebära att de utländska ägarna vill eller tvingas att tillämpa sina inhemska regler även beträffande OMX Nordic Exchange Stockholm AB (nedan Stockholmsbörsen). Meningarna har gått isär om huruvida en risk för utländsk regelpåverkan (s.k. regulatory spill-over) föreligger och om det finns skäl att lagstiftningsvis vidta åtgärder för att förhindra en oönskad sådan påverkan.

Frågan hur ägarförändringar kan komma att påverka regelverket kring börsers verksamhet har diskuterats utomlands på senare tid. Mot bakgrund av utveckling mot en ökad konsolidering av marknadsplatser har frågan t.ex. varit föremål för diskussion inom EU i europeiska värdepapperskommittén. Åtgärder vidtogs vidare med hänvisning till risken för negativ regelpåverkan i samband med såväl New York Stock Exchanges (NYSE) förvärv av Euronext 2007 som vid Nasdaqs försök 2006 att förvärva London Stock Exchange (Londonbörsen).

Finansinspektionen ingav i oktober 2007 en framställning till Finansdepartementet om översyn av lagstiftningen för börsverksamhet. I framställningen behandlas frågan om behovet av en lagstiftning som ger inspektionen en rätt att lägga ett "tak" för de krav som ställs upp av en börs i förhållande till noterade bolag och deltagare vid marknaden.

Mot bakgrund av diskussionerna om en ägarförändring i OMX och de farhågor som marknadsaktörer gett uttryck för gav Näringsdepartementet en konsult i uppdrag att utreda vilka följder ett samgående mellan Nasdaq och OMX skulle kunna få för regelsystemet på Stockholmsbörsen och för finansmarknaden i Sverige samt att överväga om åtgärder bör vidtas och i så fall vilka åtgärder.

Slutligen bör nämnas att Finansmarknadsrådet i sin rapport i januari 2008, Svensk värdepappersmarknad i förändring – konsekvenser för finansplatsen vid ägarskifte i OMX, har framfört att det finns anledning för staten att vidta åtgärder för att undanröja risken för att en osäkerhet om negativ regelpåverkan får fäste.

4.2 Gällande rätt

I lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden återfinns regler om marknadsplatsverksamhet. De två olika formerna av sådan verksamhet är börsverksamhet och drift av handelsplattform (MTF). I tredje avdelningen av lagen om värdepappersmarknaden behandlas

börsverksamhet. Den som driver en reglerad marknad i Sverige måste självklart respektera den svenska regleringen för börsverksamhet som bedrivs här. Emittenterna och deltagarna vid marknadsplatsen måste också följa det svenska regelverket. Ett utländskt ägande av en svensk börs förändrar inte detta förhållande. Frågan om negativ regelpåverkan på grund av utländskt ägande rör i stället risken för att tillkommande, utländska regler ska bli tillämpliga för aktörerna vid Stockholmsbörsen. Utländska regler som särskilt nämnts är t.ex. de amerikanska Sarbanes Oxley Act 2002 och US GAAP.

När det gäller börser, emittenter och deltagare uppställs vissa krav på dessa i den offentliga regleringen. Dessa krav kan sägas utgöra en minimistandard som alltid ska vara uppfylld. Det står emellertid en börs fritt att i sitt regelverk uppställa hårdare krav på emittenter och deltagare så länge de allmänna kraven på t.ex. fritt tillträde och neutralitet respekteras. Ett exempel på detta är de inom EU harmoniserade reglerna för upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad. De minimikrav som gäller för upptagande till handel på en reglerad marknad uppställs i lagen om värdepappersmarknaden och i kommissionens förordning (EG) nr 1287/2006 av den 10 augusti 2006 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller dokumenteringsskyldigheter för värdepappersföretag, transaktionsrapportering, överblickbarhet på marknaden, upptagande av finansiella instrument till handel samt definitioner för tillämpning av det direktivet¹. En börs kan uppställa striktare krav än dessa för upptagande till handel. Finansinspektionen har visserligen en föreskriftsrätt beträffande villkoren för att inregistrering ska få ske av överlåtbara värdepapper men även här handlar det om att lägga en miniminivå och börserna kan således besluta att tillämpa striktare villkor för inregistrering.

Frågan om negativ regelpåverkan för emittenter och deltagare rör, mot bakgrund av den harmonisering som skett genom EG-rätten, i första hand regelpåverkan från tredje land. En sådan påverkan kan komma till stånd på olika sätt. Utländsk rätt skulle t.ex. kunna komma att tillämpas extraterritoriellt och svenska aktörer härigenom bli föremål för processer eller tillsynsärenden i ett annat land. En annan möjlighet är att utländska lagstiftare eller tillsynsmyndigheter kräver att moderbolag i det landet ska se till att utländska dotterbolag följer landets regelverk beträffande exempelvis investerarskydd. Börserna kan också frivilligt i sitt regelverk införa bestämmelser som har sitt ursprung i ett annat land, t.ex. som ett led i en harmonisering av regelverken på marknadsplatser i olika länder.

I börslagstiftningen finns inte någon bestämmelse som syftar till att hindra negativ regelpåverkan från andra länder, inte heller någon explicit bestämmelse som sätter ett ”tak” för hur stränga bestämmelser i börserns regelverk får vara.

När det gäller börsverksamhet finns i 13 kap. 1 § lagen om värdepappersmarknaden ett allmänt krav på att börser ska driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.

¹ EUT L 241, 2.9.2006, s. 1 (Celex 32006R1287).

Bestämmelsen ersatte den 1 november 2007 den tidigare gällande ”sundhetsparagrafen”. Som framgår av motiven till den tidigare bestämmelsen utformades den efter förebild i det som gällde för värdepappersrörelse i fråga om sundhetskrav (prop. 1991/92:113 s. 59). Särskilt hänvisades till att innebörden av begreppet inte är statisk utan kan variera beroende på hur värdepappersmarknaden utvecklas. De krav som uppställdes på en sund värdepappersrörelse borde i tillämpliga delar gälla även för börs- och clearingverksamhet. Dessutom borde vissa ytterligare krav uppställas för att verksamheten ska kunna betraktas som sund. De krav som hänvisades till beträffande sund värdepappersrörelse (prop. 1990/91:142 s. 156) innehåller i sin tur en hänvisning till sundhetskravet i banklagstiftningen enligt vilken bl.a. en banks organisation, verksamhet enligt bolagsordningen samt inre kontroll- och säkerhetsuppbyggnad skulle prövas. Bankens verkställande ledning och större ägare skulle också bedömas uppfylla de kunskapsmässiga krav och vara så omdömesgilla i sitt handlande som erfordras för att de skulle kunna driva sund bankverksamhet på ett långsiktigt och stabilt sätt. Även de organisatoriska förhållandena skulle bedömas. Uppmärksamhet skulle också riktas på t.ex. verksamhet som en ägare driver vid sidan av den tillståndspliktiga rörelsen. Principen om sund värdepappersrörelse angavs vara avsedd att uttrycka samma krav som de nämnda. De ytterligare krav som uppställdes för att börsverksamhet skulle anses sund rörde säkra tekniska system, fritt tillträde, neutralitet, god genomlysning samt betalnings- och leveransrutiner. Den bestämmelse i lagen om värdepappersmarknaden som 2007 ersatte sundhetsregeln är inte avsedd att innebära någon skillnad i sak beträffande de grundläggande krav som bör ställas på verksamheten utan den har ändrats för att bättre överensstämma med de termer och begrepp som används beträffande värdepappersinstitut (prop. 2006/07:115 s. 578 och 608). Bestämmelsen kan mot denna bakgrund knappast vara ägnad att tillämpas för att hindra en börs att i sitt regelverk uppställa oskäligen krav på emittenter eller deltagare.

I 13 kap. 6 § lagen om värdepappersmarknaden uppställs vidare krav på att en börs har ändamålsenliga regler för handel på en reglerad marknad. Inte heller denna bestämmelse förefaller ägnad att tillämpas som en ”takregel” beträffande börsers regelverk. Bestämmelsen innehåller inte något skydd för krav som uppställs på emittenter. När det gäller deltagarna har lagstiftaren avstått från att ge närmare föreskrifter om handelsreglernas innehåll men uppställt ett krav på att reglerna är ändamålsenliga samt vissa minimikrav på vad som ska framgå av dem. I motiven till bestämmelsen anges att det är nödvändigt att reglerna för handeln är tydliga och väl anpassade till det handelssystem som tillämpas för den enskilda börsen (prop. 1991/92:113 s. 183). Reglerna ska hållas tillgängliga för allmänheten. Vidare ska självklart börsens interna regler för handeln stå i överensstämmelse med kravet på att verksamheten drivas hederligt, rättvist och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Det är tveksamt om den omständigheten att börsen uppställer mycket betungande regler för deltagarna beträffande exempelvis transaktionsrapportering kan angripas med att de inte är ändamålsenliga.

Det finns också annan lagstiftning som under vissa omständigheter kan vara relevant för de villkor som en börs uppställer i sitt regelverk, se avsnitt 4.4.

4.3 ”Balls Act” i Storbritannien

Nasdaq visade 2006 intresse av att förvärva Londonbörsen. Denna omständighet tillsammans med den lagstiftning som införts i USA beträffande revision av företag som noterats på en amerikansk börs resulterade i en lagändring i Storbritannien, Investment Exchanges and Clearing Houses Act 2006. Lagen kallas ibland för Balls Act. Avsikten med lagen var att förhindra att regelverket för börser och clearingorganisationer skulle komma att ändras på ett olämpligt sätt genom påverkan av amerikanska regler eller initiativ från en ny amerikansk ägare.

Lagen innebär i korthet att den brittiska tillsynsmyndigheten, Financial Services Authority (nedan FSA), har möjlighet att stoppa vissa ändringar i en börs eller clearingorganisations regelverk. De ändringar som avses är sådana som innebär överdrivna krav (eng. excessive requirement) för den som regeln riktar sig mot. Ett krav är att anse som överdrivet om det inte följer av EG-rätten eller av nationell rätt och det antingen inte rättfärdigas av ett rimligt syfte eller inte är proportionerligt i förhållande till dess syfte. Vid bedömningen ska samtliga omständigheter beaktas, såsom effekten av befintliga rättsliga och andra åligganden, finansiella tjänsters och marknaders globala karaktär, behovet att underlätta innovation samt vilken påverkan en föreslagen bestämmelse kan få på allmänhetens förtroende för marknaden.

Börser och clearingorganisationer åläggs att anmäla förslag till ändringar i regelverket till FSA samtidigt som FSA ges rätt att meddela föreskrifter om skyldighetens fullgörande. När en anmälan skett avgör FSA om förslaget ska granskas eller inte. En utebliven granskning innebär att ändringen får genomföras. Om FSA beslutar att granskning ska ske, bereds anmälaren tillfälle att inkomma med ytterligare information till grund för prövningen av tillåtligheten.

En ändring av regelverket som genomförs i strid mot vad som föreskrivs i Balls Act är utan verkan.

4.4 Ett förbud mot oskäligen krav

Regeringens förslag: Ett förbud införs för börser att uppställa krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad som är oskäligen med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.

Promemorians förslag innehåller två alternativa förslag varav det ena i huvudsak överensstämmer med regeringens. Det andra förslaget innebär också det ett förbud mot oskäligt betungande förpliktelser i börserns regelverk för emittenter och deltagare men även en betydligt mer omfattande reglering, bl.a. en anmälningsskyldighet för börser beträffande ändringar i regelverket som innebär betungande förpliktelser

och en skyldighet för Finansinspektionen att inom viss tid fatta beslut angående tillåtligheten av dessa.

Remissinstanserna: Flertalet av remissinstanserna tillstyrker det mindre omfattande förslaget eller lämnar det utan erinran. Några av dessa remissinstanser påpekar att det av förarbetena tydligt bör framgå vilka bestämmelser som riskerar att bedömas som oskäligt betungande. Vissa menar att förslaget tangerar andra rättsområden och att detta förhållande bör bli föremål för överväganden, liksom frågan om motsvarande bestämmelse bör införas beträffande exempelvis MTF:ers, clearingorganisationers och bankers regelverk. Flera remissinstanser menar att en inventering av Finansinspektionens ingripandemöjligheter i dag bör ske och att behovet av en lagregel måste övervägas närmare. Synpunkter framförs även beträffande vilka syften som en lagstiftning ska tjäna och vilka intressen som i så fall bör tillvaratas. Vidare framförs önskemål om att motiven understryker vikten av att företrädare för marknadens aktörer konsulteras vid ändringar i regelverket och inför Finansinspektionens beslut.

De remissinstanser som motsätter sig lagstiftning menar att promemorian saknar en tillräcklig analys av risken för negativ regelpåverkan från utlandet och att det inte är tillräckligt utrett att det finns ett behov av lagstiftning. *Kammarrätten i Stockholm* anser dessutom att lagstiftning inte bör tillgripas för att stilla en uppkommet oro på börsmrådet, att harmoniseringssyftet med Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG² (MiFID) riskerar att äventyras samt att en eventuell lagregel bör innehålla något mer preciserade krav. *Kammarrätten* påpekar också att tillämpningen kan innebära affärsmässiga bedömningar och eventuellt även politiska ställningstaganden samt ifrågasätter lämpligheten av att lägga sådana krav på Finansinspektionen. *Konkurrensverket* menar att särslagstiftning som den föreslagna kan medföra att incitamenten att konkurrera snedvrids. Det ifrågasätts om det är lämpligt att enskilda medlemsländer efter MiFID inför särregler för den enskilda medlemsstatens börser och värdepappersmarknad. Finansinspektionen förefaller redan i dag ha möjlighet att ingripa mot regler som inte är ändamålsenliga för handeln. Frågan som aktualiseras är i vad mån inspektionen kan effektivt övervaka den självreglering som finns på Stockholmsbörsen, en fråga som är vidare än vad som behandlas i promemorian. *Nordic Growth Market NGM AB* (NGM) anser att det ur konsument- och förtroendeperspektiv finns legitima skäl att i lag säkerställa en lägsta standard för börsernas verksamhet men inte att begränsa rätten att ställa strängare krav på emittenter och deltagare. Förslaget säkerställer inte en attraktiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. En reglering i enlighet med förslaget underkänner marknadens förmåga till självreglering och den fria konkurrensen och går stick i stäv med strävan inom det moderna Europa. En inskränkning av avtalsfriheten kan inte

² EUT L 145, 30.4.2004, s. 1 (Celex 32004L0039).

rättfärdigas med att de praktiska konsekvenserna torde bli begränsade. *Riksbanken* påpekar att oskäligt betungande regler inte ligger i börsens intresse då sådana regler skulle försämra börsens konkurrenskraft. Riksbanken har inte någon klar bild över hur ägarna skulle kunna tvingas att införa obefogade eller oskäligt betungande regler, en situation som snarast skulle föranleda en försäljning av börsen. Dessutom måste det vägas in hur en nationell särreglering påverkar den nordiska börsen som integrerad marknadsplats. Detta föranleder en vidare utredning varvid man även bör behandla frågan hur man principiellt ska bemöta regelpåverkan från utlandet på det finansiella området och vilken effekt åtgärder kan få på det utländska ägandet i Sverige. Slutligen efterlyses uttalanden om vilka civilrättsliga effekter reglerna kan få i förhållandet mellan börsen och dess deltagare och emittenter. *Riksgäldskontoret* anser att staten inte bör ta på sig uppgiften att via maximiregler bestämma vilka börskrav som är konkurrenskraftiga utan inrikta sig på minimiregler utifrån vad som krävs för att nå målen om stabilitet och gott konsumentskydd. Vidare anser Riksgäldskontoret att införande av generella regler som riskerar att försämra rättssäkerheten bör föregås av en särskilt tydlig analys som visar att regeln står i rimlig proportion till det problem som anses finnas. Det i promemorian föreslagna alternativet med anmälningsförfarande får endast stöd av *Sveriges advokatsamfund*, som i första hand motsätter sig lagstiftning i frågan. Samfundet menar att börserna själva bör avgöra hur stränga reglerna bör vara så länge minimikraven iaktas. Den föreslagna regleringen innebär en inskränkning av avtalsfriheten och bör därför införas endast om särskilda skäl finns. Oskäligt betungande krav kan angripas med hjälp av 36 § avtalslagen. Skyddsregler finns även i den konkurrensrättsliga lagstiftningen om en monopolliknande situation skulle uppstå. Det är vidare enligt samfundet tveksamt att kort efter MiFID, utan nytt underlag, införa en reglering som synes utgå från att MiFID inte fungerar på avsett vis vad gäller konkurrensen. En särreglering för börser framstår som ett steg tillbaka när lagstiftningen på det finansiella området under senare år präglats av en strävan efter ökad grad av samstämmighet och konsistens. Enligt Advokatsamfundet bör ytterligare utredning om de diskussioner som förevarit inför införandet av Balls Act samt de erfarenheter man kunnat dra av den inhämtas. Om en svensk lagstiftning införs bör Finansinspektionen ha möjlighet att hänskjuta prövningen till regeringen. Slutligen efterlyses en detaljerad konsekvensanalys för stora och små företag samt deltagare vid börsen.

Skälen för regeringen förslag

Risken för negativ regelpåverkan

Som framgått av avsnitt 4.1 och av remissinstansernas synpunkter går meningarna isär när det gäller frågan om det finns en risk för negativ regelpåverkan från utlandet på grund av ägarförhållanden i en börs i Sverige. Klart är dock att det finns en uttryckt oro bland emittenter och deltagare för sådan påverkan. En regelpåverkan kan som ovan angetts komma till stånd på flera olika sätt. En eventuell extraterritoriell

tillämpning av utländsk rätt, innebärande att svenska aktörer skulle kunna bli föremål för processer eller tillsynsärenden i ett annat land, är inte något specifikt för värdepappersmarknaden och är inte heller ett problem som adresserats i promemorian. Enbart den omständigheten att ägandet är utländskt, t.ex. amerikanskt, torde knappast få denna effekt. En eventuell framtida integration av verksamheten vid marknadsplatser i olika länder med exempelvis s.k. cross listing eller skapande av en enda sammanslagen marknadsplats eller lista kan dock komma att resa frågor av detta slag. Den fråga som har behandlats i promemorian, och som kommer att behandlas inom ramen för detta lagstiftningsärende, är emellertid begränsad till att avse risken för utländsk regelpåverkan genom att börserna uppställer krav på emittenter eller deltagare som är att anse som oskäliga. Promemorians förslag gör härvid inte någon skillnad mellan krav som en börs frivilligt uppställer i regelverket och krav som föranletts av en utländsk lagstiftare eller myndighet.

Riksbanken och *Riksgäldskontoret* menar att det knappast ligger i en börs eget intresse att uppställa oskäligt betungande krav mot emittenter och deltagare, eftersom sådana krav påverkar börsens konkurrenskraft negativt. Vi delar denna uppfattning och gör alltså bedömningen att risken för en utländsk regelpåverkan som resulterar i oskäliga krav knappast är särskilt stor när det endast handlar om börsens egna affärsmässiga överväganden. Det är svårare att göra en bedömning av risken för att omständigheter i ägarnas hemland föranleder börsen att ofrivilligt ta in sådana krav i sitt regelverk. Med omständigheter i ägarnas hemland avses lagstiftning eller myndigheter som kräver att t.ex. hemlandets investerarskyddsregler ska tillämpas. Endast ett utländskt ägande torde knappast föranleda en sådan risk men beroende på hur man väljer att organisera verksamheten, integrera marknadsplatser och realisera synergier kan en sådan risk bli mer påtaglig. *Riksbanken* och *Riksgäldskontoret* menar att ägarna kanske snarare säljer börsen än påtvingas oskäliga villkor i sitt regelverk. Det är emellertid inte självklart att en köpare av en börs i Sverige står att finna vid varje givet tillfälle. Vår bedömning är således, i likhet med promemorians bedömning, att marknadsaktörernas oro inte är grundlös utan att det finns en framtida, icke negligerbar risk för en utländsk regelpåverkan genom en börs regelverk.

Behovet av lagstiftning

Den omständigheten att en risk för utländsk regelpåverkan finns är inte ensamt avgörande för om lagstiftning bör tillgripas. I promemorian anges att lagförslagen avser att säkerställa en attraktiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. Väl fungerande börser som utgör attraktiva marknadsplatser för emittenter och investerare är en förutsättning för den svenska finansiella sektorn och en viktig utgångspunkt för Finansplats Stockholm. Skulle regler som anses alltför betungande införas i en börs regelverk kan det påverka börsens effektivitet och attraktivitet. Därmed kan även börsens konkurrenskraft påverkas menligt, vilket i sin tur kan få till följd att den svenska värdepappersmarknaden påverkas på ett negativt

sätt. Enligt promemorian kan det enligt gällande rätt inte med säkerhet förhindras att börser ställer upp sådana krav på emittenter och deltagare.

Som framgått ovan har det emellertid bland remissinstanserna uttryckts olika uppfattningar om behovet av lagstiftning. De flesta remissinstanser som uttalat stöd för förslaget har inte uttryckligen angett varför man anser att behov av lagstiftning finns utan får förutsättas instämma i den bedömning som gjorts i promemorian. *Finansinspektionen* har särskilt angett att det man efterfrågat i sin framställning är regler som syftar till att förebygga riskerna dels för att en svensk börs konkurrenskraft påverkas negativt, dels för negativ påverkan på effektiviteten i det finansiella systemet. *Stockholms Handelskammare* och *Svenskt Näringsliv* menar att även om risken för regelpåverkan är liten bör lagstiftning ske för att stilla den oro som finns bland aktörerna. Oron kan leda till såväl alternativ notering av de bolag som finns på börserna som ett minskat intresse för notering från andra bolags sida. *Svenska Fondhandlareföreningen*, *Svenska Bankföreningen* och *Fondbolagens förening* anser att ett regelverk bör införas för att säkerställa den svenska finansmarknadens internationella konkurrenskraft och attraktivitet och därmed bl.a. även riskkapitalförsörjningen i Sverige.

Vid införandet av *Bills Act* i Storbritannien var man tydlig med att bakgrunden till lagstiftningen var möjligheten för en utländsk köpare att ta över Londonbörsen, de amerikanska reglerna för noterade bolag om redovisning och revision samt tendenser till extraterritoriell tillämpning av amerikansk rätt. Tillämpningen av Storbritanniens principbaserade reglering ansågs ge London en fördel framför andra jurisdiktioner i fråga om kostnader för regelefterlevnad. Samtidigt underströks det att lagen inte var riktad mot en särskild uppköpsmöjlighet, att det inte fanns bevis för att ett övertagande av Londonbörsen av Nasdaq skulle leda till negativ amerikansk regelpåverkan och att man inte avsåg att försöka hindra ett köp av Londonbörsen av Nasdaq eller något annat utländskt företag eller koncern. Lagstiftningen är inte heller begränsad till att avse bestämmelser i börsers regelverk som har sitt ursprung i utländsk rätt utan omfattar även andra krav som uppställs i regelverket.

Vissa remissinstanser anser att det saknas behov av lagstiftning. Utöver vad som tidigare redogjorts för anser *OMX*, som inte har något att erinra mot en lagbestämmelse i enlighet med förslaget, att det är tveksamt om regleringen kan bidra till att säkerställa en effektiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad i Sverige och att ingripandemöjligheter finns för inspektionen redan enligt gällande rätt om regelverket inte uppfyller kravet på att verksamheten bedrivs så att allmänhetens förtroende upprätthålls. Även *Stockholmsbörsen*, som inte heller motsätter sig förslaget, pekar på ingripandemöjligheterna som inspektionen har redan i dag. *Kammarrätten i Stockholm*, som är en av de remissinstanser som efterlyser en analys av behovet av lagstiftning, menar liksom *Riksbanken* att man inte utan närmare överväganden bör tillgripa lagstiftning för att stilla en uppkommen oro på börsområdet. Remisskritiken rör således olika frågor som har med behovet av lagstiftning att göra. En första fråga är om det finns ett problem och vari detta i så fall består. En annan fråga är om lagstiftning bör användas, alternativt redan finns på plats, för att komma tillrätta med problemet eller om det bör överlämnas åt

marknaden att omhänderta. En ytterligare fråga är om de konkreta förslagen till lagstiftning kan komma att uppnå det avsedda syftet.

Det problem som promemorian har identifierat är generellt formulerat men med hänsyn till promemorians utgångspunkter och slutsatser, särskilt beträffande att det främst torde bli fråga om regler från tredje land som skulle kunna komma att anses som oskäligt betungande, torde det i praktiken främst ha varit risken för negativ regelpåverkan som man haft i åtanke. Flera av remissinstanserna synes också ha fokuserat på just risken för utländsk regelpåverkan. Såväl en risk för negativ regelpåverkan som en faktisk sådan menar vissa remissinstanser utgör ett problem, eftersom det kan leda till en minskad benägenhet för bolag att notera aktierna och, för redan noterade bolag, att välja att notera sig någon annanstans. Vi instämmer i att detta utgör ett problem. Åtgärder som gör en svensk reglerad marknad mindre attraktiv skulle få negativ påverkan på Finansplats Stockholm, som är ett projekt som syftar till att stärka Stockholm som finansiellt centrum. Dessutom finns det inte samma möjligheter för samtliga noterade bolag att låta sig noteras vid en annan likvärdig marknadsplats. Det är enligt vår uppfattning framför allt dessa två intressen som en lagregel skulle skydda.

Däremot har varken promemorian eller vi identifierat något problem i övrigt när det gäller oskäliga krav mot deltagare och emittenter som motiverar ett ”tak” för hur stränga villkor som en börs får uppställa. En bestämmelse skulle således i första hand vara motiverad av risken för negativ regelpåverkan. När det gäller affärsrättsliga beslut om innehåll i regelverket är det beslut som börsen har att fatta. Det bör inte ankomma på Finansinspektionen att pröva riktigheten av sådana beslut utifrån ett finansmarknadsperspektiv. När det gäller den typen av beslut finns också under vissa förutsättningar – som flera remissinstanser mycket riktigt påpekat – andra möjligheter att ingripa mot regelverksändringar genom exempelvis den konkurrensrättsliga lagstiftningen.

Mot förslaget har invänts att detta inte med säkerhet bidrar till syftet att säkerställa en effektiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad i Sverige. Även proportionaliteten mellan den föreslagna bestämmelsen och det problem som förslaget avser att åtgärda har ifrågasatts. Vi menar att en lagbestämmelse som kan verka avhållande från att oskäliga krav uppställs i börsers regelverk kan tjäna just syftet att bidra till en effektiv och konkurrenskraftig marknad och att en bestämmelse som den föreslagna är den mest ändamålsenliga lösningen. Invändningen från flera remissinstanser att ingripandemöjligheter finns för inspektionen redan i dag kan vi inte till fullo hålla med om. Det förekommer visserligen i dag en dialog mellan börserna och inspektionen när regelverksändringar aktualiseras och mycket kan säkert lösas härigenom i samförstånd. Som framgått i avsnitt 4.2 har vi gjort bedömningen att lagstiftningen i dag knappast tillhandahåller tillräckliga verktyg för inspektionen att hindra en börs att införa alltför betungande krav i regelverket.

Sammanfattningsvis anser vi således att det finns ett behov av en bestämmelse som den föreslagna. Nedan behandlas frågan om det finns – som vissa remissinstanser gjort gällande – hinder mot att införa bestämmelsen.

Gällande rätt rörande börsers krav på emittenter och deltagare består som tidigare nämnts av grundläggande krav som alltid ska vara uppfyllda och det står börserna fritt att uppställa strängare krav. Den harmonisering som skett inom EU under senare år på värdepappersområdet har förvisso minskat utrymmet för självreglering men inte uppställt någon gräns för hur stränga villkoren som uppställs inom självregleringen får vara. *Riksgäldskontoret* har invänt att staten bör, i likhet med övrig finansiell lagstiftning, inrikta sig på att sätta minimiregler utifrån vad som krävs för att nå målen om stabilitet och gott konsumentskydd och inte ta på sig uppgiften att via maximiregler bestämma vilka regler som är konkurrenskraftiga. *Nordic Growth Market (NGM) AB* har invänt att en reglering skulle underkänna marknadens förmåga till självreglering och den fria konkurrensen. Även *Sveriges advokatsamfund* menar att lagstiftningen endast bör tillhandahålla minimiregler.

Det är riktigt att hörnstenarna i regleringen av den finansiella sektorn är att värna om stabiliteten och säkerställa ett gott konsumentskydd. Utöver dessa grundläggande skäl finns dock ytterligare motiv för reglering, såsom behov av att bekämpa ekonomisk brottslighet och att främja effektivitet. Beträffande effektiviteten kan den vara svår att främja genom offentlig lagstiftning, även om insiderlagstiftningen kan sägas ha en sådan funktion, utan regleringen brukar sägas ha som mål att skapa de rätta förutsättningarna och incitamenten för en god konkurrens. Vi menar att förslaget, mot bakgrund av vad ett förbud avser att omfatta, fyller ett sådant syfte och inte alls underkänner marknadens förmåga till självreglering. Det rör sig om rena undantagsfall som Finansinspektionen skulle ges rätt att ingripa mot, nämligen då regelverkets innehåll är föranlett av annat än affärsrättsliga bedömningar från börsens sida. Mot denna bakgrund delar vi inte heller den farhåga som *Riksbanken* gett uttryck för angående vilka effekter en regel kan få för utländskt ägande i Sverige. Inte heller menar vi att en bestämmelse med detta innehåll riskerar att leda till en risk för snedvridning av konkurrensen. Vad remissinstanserna invänt i dessa avseenden anser vi inte utgöra hinder mot det föreslagna förbudet.

Inte heller MiFID innebär enligt vår uppfattning hinder mot lagstiftning i frågan. MiFID innehåller framför allt bestämmelser om reglering och tillsyn av värdepappersföretag och om dessa företags rätt att med stöd av sitt hemlandstillstånd bedriva gränsöverskridande verksamhet. Genom MiFID harmoniseras dessutom reglerna för reglerade marknader. Direktivet innehåller härvid bl.a. regler om auktorisation och krav på viss organisation. Vidare finns bestämmelser om vilka krav som ska uppfyllas för att finansiella instrument ska tas upp till handel på en reglerad marknad och regler om tillträde till reglerade marknader.

Kammarrätten i Stockholm, Konkurrensverket och *Sveriges advokatsamfund* har ifrågasatt lämpligheten av att enskilda medlemsstater efter MiFID inför särregler för börser och värdepappersmarknaden i det egna landet. Kammarrätten i Stockholm menar att harmoniseringssyftet med MiFID härigenom riskerar att äventyras och *Advokatsamfundet* menar att det är tveksamt om en

reglering, utan nytt underlag, bör införas som synes utgå ifrån att MiFID inte fungerar vad gäller konkurrensen. Dessutom har Advokatsamfundet efterlyst information om huruvida särskilda överväganden gjorts beträffande Balls Act när MiFID och öppenhetsdirektivet genomfördes där.

Den harmonisering som skett genom MiFID i fråga om krav på emittenter och deltagare kan knappast anses hindra en bestämmelse som innehåller ett förbud mot oskäligen krav. En lagreglering bör inte heller äventyra harmoniseringssyftet med direktivet. Med en regel som bl.a. anknyter till hur regelverket förhåller sig till det som gäller enligt EG-rätten blir förhållandet snarast det att en lagregel kan värna om den harmonisering som skett inom EU. Inte heller bör införandet av en ny bestämmelse betraktas som att MiFID inte förväntas fungera som avsett i konkurrenshänseende utan snarare på att vi gör bedömningen att det finns ett behov av att värna Finansplats Stockholm. När det gäller övervägandena i Storbritannien vid genomförandet av MiFID och öppenhetsdirektivet kan konstateras att de båda direktiven förelåg vid Balls Acts tillkomst och det kan således förutsättas att de beaktades redan vid lagens tillkomst.

En annan synpunkt som framförts när det gäller förhållandet till andra länder är att det saknas uppgifter om hur förslaget förhåller sig till det nordiska perspektivet. Även vi anser att det nordiska, och det baltiska, perspektivet är relevant och har tagit initiativ till ett åsiktsutbyte och samarbete med de övriga nordiska länderna och de baltiska länderna angående en eventuell reglering av den aktuella frågan. Något sådant utbyte eller samarbete har emellertid inte kommit till stånd. I vissa av de nordiska länderna finns det redan i lagstiftningen möjligheter till inflytande när det gäller innehållet i börsers regelverk. Dessutom tillämpas gemenskapsrätten, som är en viktig omständighet vid bedömningen av eventuell oskälighet, även i dessa länder. De emittenter och deltagare som är relevanta vid bedömningen är dock, som också ordalydelsen ger vid handen, de vid den i Sverige belägna reglerade marknaden.

En annan invändning som framställts rör frågan om att regelkonkurrens inte nödvändigtvis behöver vara något ont utan kan bidra till konkurrenskraftiga regelverk. Det är något som vi instämmer i och vår avsikt är inte, som framgått ovan, att förbjuda regelpåverkan från utlandet generellt utan att i fall där konsekvenserna av sådan påverkan skulle bli oönskad såsom alltför betungande ge inspektionen en möjlighet att ingripa.

Räckvidd och utformning

Som framgått ovan gör vi bedömningen att en lagstiftning bör införas för att förhindra att oskäligen krav ställs på emittenter och deltagare som en följd av negativ regelpåverkan från utlandet. Promemorian innehåller två alternativa förslag. Det är vår uppfattning att det mindre omfattande förslaget av de två är mest ändamålsenligt. Förbudet mot oskäligen krav är avsett att endast bli tillämpligt i vissa undantagsfall som det i dag är både svårt att precisera och att veta om de alls kommer att inträffa. En mer

omfattande reglering än vad som kan tänkas behövas för att uppnå dess syfte bör undvikas. Visserligen kan förutsebarheten hävdas bli större för marknadsaktörerna om Finansinspektionen vid varje betungande ändring i en börs regelverk åläggs att fatta beslut om ändringen ska tillåtas men detta innebär samtidigt en administrativ börda för börserna, och även för inspektionen, som det kanske i dag inte finns tillräckligt fog för. Till detta kommer att endast en remissinstans, som i första hand motsätter sig lagstiftning, ställt sig bakom en reglering i enlighet med promemorians andra alternativ.

Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagens förening har ansett att en motsvarande bestämmelse bör införas för MTF:er. De tre senare har dessutom ansett att motsvarande bör gälla för clearingorganisationers regelverk. När det först gäller MTF:er kan konstateras att Storbritannien valt att inte reglera dessa i Balls Act. Några skäl till varför MTF:ers regelverk bör omfattas av en svensk bestämmelse har remissinstanserna inte angett. Beträffande clearingorganisationerna har anförts att en mycket stor del av den svenska derivathandeln clearas genom Stockholmsbörsen, som är central motpart. Stora värden är därmed beroende av clearingorganisationens regelverk. Dessutom omfattar Balls Act även clearingorganisationer.

Som den svenska regleringen av MTF:er ser ut i dag är drift av en sådan handelsplattform en ”enklare” form av marknadsplatsverksamhet. Regleringen av verksamheten är avsevärt mindre ingripande än för en reglerad marknad. Finansiella instrument upptas inte formellt till handel vid en MTF och de regler som härrör från direktiv som anknyter till att instrumenten blivit upptagna till handel på en reglerad marknad är – med något undantag – inte tillämpliga. Emittentanknytningen är inte heller lika självklar när det gäller MTF:er. Det är inte som huvudregel emittenten som måste ansöka om att handel ska komma till stånd som fallet är för reglerade marknader. Någon särskild risk för att MTF:er kommer att uppställa oskäligen krav på sina aktörer har vi inte heller identifierat. Detta gäller även clearingorganisationer. Beträffande clearingorganisationer kan dessutom tilläggas att reglerna för deras verksamhet för närvarande är föremål för diskussion inom EU. Sammanfattningsvis instämmer vi i promemorians bedömning av räckvidden av en ny bestämmelse. Ett förtydligande bör emellertid göras, nämligen att förbudet gäller just börsverksamhet och inte när en börs driver en MTF.

Kammarrätten i Stockholm och Sveriges advokatsamfund har ansett att överväganden bör ske beträffande en motsvarande bestämmelse för andra aktörer, såsom banker. Advokatsamfundet har härvid påpekat att dessa aktörer får anses som nog så viktiga för förtroendet för den svenska marknaden och att regleringen under senare år präglats av en strävan efter ökad grad av samstämmighet och konsistens. Det är riktigt att en riktlinje för regleringen på det finansiella området bör vara att de funktioner som verksamheten fyller ska tas till utgångspunkt för regleringsarbetet snarare än de institutioner inom vilka funktionerna utförs. En sådan reglering är mindre inriktad på att särreglera olika grupper av finansiella institut. Vi har i detta fall inte kunnat konstatera något behov av reglering motsvarande det vi menar finns i fråga om

börsers regelverk när det gäller MTF:er eller clearingorganisationer och inte heller på bankområdet. Enbart en strävan efter överensstämmelse mellan regleringen av olika finansiella institut menar vi inte heller i detta fall ensamt kan motivera en utvidgning till övriga finansiella institut.

När det gäller bestämmelsens utformning delar vi promemorians bedömning att lydelsen bör vara allmänt utformad. Förbudet bör som tidigare angetts främst bli tillämpligt i fall där en börs inte själv har valt att införa ett krav i regelverket. En uttrycklig begränsning till fall då en lagstiftare eller tillsynsmyndighet i ett annat land tvingar börsen att ändra sitt regelverk menar vi dock inte är lämpligt då ett sådant agerande inte i alla fall manifesteras i ett dokument eller liknande som kan läggas till grund för en bedömning. Några remissinstanser har framfört synpunkter på den generella utformningen och ansett att en bestämmelse som är mindre allmän skulle öka förutsebarheten för aktörerna och ge Finansinspektionen mer ledning vid tillämpningen. Vi ser det emellertid inte som ändamålsenligt att i bestämmelsen närmare ange vilka krav som är eller riskerar att bedömas som oskäliga eller alla de omständigheter som ska beaktas vid bedömningen. Regelverken utvecklas och därmed säkerligen synen på vad som är oskäligt i dessa sammanhang. En uppräknig riskerar därför att bli ofullständig eller att onödigtvis hindra utvecklingen på området. Vår bedömning är att en flexibel utformning som ändå tydligt indikerar att förbudet är avsett att tillämpas i undantagsfall torde vara mer lämplig. Vi anser inte heller, som en remissinstans har föreslagit, att en delegationsbestämmelse bör användas för att åstadkomma mer detaljerade föreskrifter i frågan. Inte heller finner vi det lämpligt att, som *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* har begärt, uppställa formella krav på inspektionens handläggning såsom inom vilken tid inspektionen ska fatta beslut och hur besluten ska motiveras. Vidare har vi inte funnit skäl att som några remissinstanser föreslagit i lagregleringen ange krav på dialog mellan börsen och dess aktörer inför regelverksförändringar eller på inspektionens dialog med intressenter inför beslut. Finansinspektionen har redan i dag en dialog med marknadsaktörerna och kan bedöma vilket beslutsunderlag man anser erforderligt. Dessutom torde en regelverksförändring som aktörerna välkomnar knappast kunna beskrivas som oskälig.

Slutligen har *Kammarrätten i Stockholm* och *Advokatsamfundet* tagit upp frågan om att politiska ställningstaganden kan komma att aktualiseras. Advokatsamfundet har härvid menat att en möjlighet bör finnas för inspektionen att hänskjuta prövningen till regeringen. En modell för en sådan bestämmelse finns enligt Advokatsamfundet i lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse. Vår uppfattning är att Finansinspektionen har den kompetens och de resurser som krävs för att göra den bedömning av skäligheten i regelverken som kan bli aktuell i dessa ärenden. Förslaget rör inte heller några ansökningar liknande de bestämmelser om rörelsetillstånd som det hänvisats till utan en möjlighet för tillsynsmyndigheten att ingripa vid överträdelse av ett lagstadgat förbud. Vi har inte funnit skäl för att införa en hänskjutandemöjlighet till regeringen i frågan utan menar att inspektionen bör vara den som avgör om ett ingripande bör ske. Det bör härefter ankomma på domstol att pröva eventuella överklaganden.

5 Ikraftträdande

Prop. 2008/09:164

Den föreslagna lagändringen bör träda i kraft den 1 juli 2009.
Någon övergångsbestämmelse har inte bedömts nödvändig.

Ändringen i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden torde inte medföra annat än marginell betydelse på berörda myndigheters verksamhet och eventuella kostnader ryms inom myndigheternas befintliga anslag. Företag som berörs av lagändringen torde inte drabbas av kostnader till följd av den.

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

13 kap. 1 §

Förslaget har behandlats i avsnitt 4.4.

Ändringen i paragrafen innebär att ett nytt stycke införs som förbjuder börser att ställa oskäliga krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. Förbudet avser att ge Finansinspektionen en möjlighet att ingripa mot sådana krav i en börs regelverk. De krav som framför allt åsyftas är krav som härrör från ett annat land och som införts i börsens regelverk till följd av annat än affärsmässiga överväganden. Det kan inte uteslutas att även krav som har en annan bakgrund kan komma att omfattas av förbudet. Avsikten är dock inte att en prövning av affärsmässigheten i börsens beslut härigenom ska komma till stånd. Dessutom har vissa språkliga ändringar gjorts.

Begreppet regelverk avser att omfatta de regler som börsen ställer upp för aktörerna. *Svenska Fondhandlareföreningen*, *Svenska Bankföreningen* och *Fondbolagens förening* har ansett att begreppet regelverk ska ges en vid innebörd och innefatta t.ex. nya regler som måste iaktas av eller gäller för deltagare och emittenter samt investerare till följd av ändrad reglering eller lagstiftning i börsens eller dess moderbolags hemland om detta är beläget utanför EU/EES-områdena. Sådan påverkan bör enligt föreningarna kunna förklaras icke gällande i Sverige. Sådan regelpåverkan har inte behandlats i promemorian och är inte heller föremål för något förslag inom detta lagstiftningsarbete (se avsnitt 4.4). Extraterritoriell tillämpning av utländsk rätt av utländska tillsynsmyndigheter och domstolar är inte heller en fråga som den svenska lagstiftaren förfogar över.

Bestämmelsen omfattar krav mot emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. *Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet* anser att investerarnas behov av skydd måste inbegripas i en reglering. Som vi har valt att utforma bestämmelsen och dess räckvidd avser vi att även tillgodose investerarnas intressen och anser att detta lämpligast sker på ett indirekt sätt.

För att förbudet ska vara tillämpligt krävs att ett uppställt krav är oskäligt. Avsikten är att förebygga och hindra en skadlig överreglering vad gäller t.ex. regler om redovisning, transaktionsrapportering och annan information som ska ges in till börsen samt bolagsstyrning. Vid bedömningen av om ett visst krav är att anse som oskäligt ska samtliga omständigheter beaktas. Omständigheter som särskilt anges är kravets ändamål och EG-rätten. När det gäller vilka andra omständigheter som är av vikt vid bedömningen av proportionaliteten av ett krav kan den brittiska *Balls Act* tjäna till viss ledning. I den lagen anges som exempel på omständigheter att beakta effekten av föreliggande rättsliga och andra krav, finansiella tjänsters och marknaders globala karaktär och den internationella rörligheten av sådana aktiviteter, underlättande av

innovation samt påverkan på allmänhetens förtroende för Prop. 2008/09:164 värdepappersmarknaden.

Det rör sig om rena undantagsfall som kan tänkas komma i konflikt med förbudet. En tänkbar situation som skulle kunna aktualisera en tillämpning av förbudet är att emittenter åläggs att utöver de inom EU gällande bestämmelserna om redovisning och revision uppfylla utländska standarder på området eller att deltagare åläggs att till börsen rapportera in uppgifter om kunder och transaktioner vida överstigande de uppgifter som ska lämnas enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden om transaktionsrapportering.

Ingripandemöjligheterna är de gängse enligt lagen om värdepappersmarknaden. Förbudet och ett eventuellt beslut om ingripande från Finansinspektionens sida avser inte att få några civilrättsliga följder och påverkar inte avtalsförhållandet mellan börsen och emittenterna eller deltagarna.

Lagförslaget i promemorian om börsers regelverk

Författningsförslag

Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden - Alternativ (A)

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, ska tillföras ett nytt fjärde stycke av följande lydelse.

En börs får inte uppställa krav på emittenter och deltagare som är oskäligt betungande med hänsyn till dess ändamål, gemenskapsrätten inom Europeiska unionen och övriga omständigheter.

2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden - Alternativ (B)

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 6 och 17 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

13 kap.

6 §

En börs ska ha *ändamålsenliga regler för handeln på en reglerad marknad som drivs av börsen*. Av reglerna ska framgå

En börs ska ha ett *ändamålsenligt regelverk för sin verksamhet som reglerad marknad*. Av regelverket ska framgå

1. deltagarnas förpliktelser mot börsen,

1. deltagarnas förpliktelser mot börsen,

2. det som gäller för transaktioner på marknaden,

2. det som gäller för transaktioner på marknaden,

3. kompetenskraven för anställda och uppdragstagare hos deltagarna som deltar i handeln för deltagarnas räkning, och

3. kompetenskraven för anställda och uppdragstagare hos deltagarna som deltar i handeln för deltagarnas räkning, och

4. formerna för clearing och avveckling av de transaktioner som genomförts.

4. formerna för clearing och avveckling av de transaktioner som genomförts.

En börs regelverk får inte innebära oskäligt betungande förpliktelser för emittenter eller deltagare vid börsen. Vid

skälighetsbedömningen ska samliga omständigheter beaktas, däribland särskilt regelverkets betydelse för värdepappersmarknaden och det ändamål som regelverket syftar till att uppnå.

Ändringar i en börs regelverk som innebär betungande förpliktelser för emittenter eller deltagare vid börsen ska anmälas till Finansinspektionen. Därefter ska Finansinspektionen, inom 10 arbetsdagar efter mottagandet av anmälan, meddela beslut i frågan om ändringen i regelverket är tillåtlig. Ändringen i regelverket får inte träda ikraft före Finansinspektionen meddelat beslut.

En börs regelverk ska anses innebära betungande förpliktelser för emittenter och deltagare vid börsen om;

1. kraven på ekonomisk redovisning eller transaktionsrapportering går utöver vad som följer av denna lag, annan svensk författning, myndighets föreskrift eller gemenskapsrätten inom Europeiska unionen,

2. kraven på omfattningen eller arten av informationsgivning går längre än vad som krävs för att tillgodose den svenska värdepappersmarknadens krav på information,

3. annat lands lag än svensk lag eller lag baserad på gemenskapsrätten inom Europeiska unionen ska tillämpas på förhållandet mellan börsen och emittenter eller deltagare vid börsen,

4. nya krav innebär en väsentlig förändring för emittenter eller

Reglerna får inte hindra en deltagare att välja ett system för avveckling av de transaktioner som genomförts på den reglerade marknaden under förutsättning att

1. förbindelserna mellan och avtalen rörande det valda avvecklingssystemet och varje annat system säkerställer en effektiv och ekonomisk avveckling av transaktionen, och
2. Finansinspektionen inte har beslutat att det valda avvecklingssystemet inte får användas för avveckling av transaktioner på den reglerade marknaden.

17 §

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får meddela föreskrifter om

1. övervakningen av handeln och kursbildningen enligt 7 §,
2. handelsregler för en reglerad marknad i fråga om aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier vid den reglerade marknaden,

3. vilka bestämmelser i en börs regelverk som ska anses kunna innebära oskäligt betungande förpliktelser enligt 6 § andra stycket,

4. vilka bestämmelser i en börs regelverk som ska föranleda anmälningsskyldighet enligt 6 § tredje stycket

5. börsens skyldighet enligt 9 § att offentliggöra information om handeln,

6. skyldigheten enligt 10 § att offentliggöra information före handel,

7. skyldigheten enligt 11 § att offentliggöra information efter handel, och

8. disciplinnämnd och handläggningen av disciplinärenden.

Remissinstanserna

Prop. 2008/09:164
Bilaga 2

Sveriges riksbank, Kamrarrätten i Stockholm, Länsrätten i Stockholms län, Ekobrottsmyndigheten, Stockholms handelskammare, Kommerskollegium, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet, Konkurrensverket, Sveriges advokatsamfund, Svenskt Näringsliv, FAR SRS, Sveriges Försäkringsförbund, Svenska Bankföreningen, Finansbolagens förening, Fondbolagens förening, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, VPC Aktiebolag, OMX Nordiska Börs Stockholm AB, Nordic Growth Market NGM AB och Stockholm Business Region AB.

Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Härigenom föreskrivs att 16 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument ska ha följande lydelse.

Nuvarande lydelse

Utan hinder av 15 § får

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,

2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter och inlösenrätter samt andra liknande rätter såsom omvandlingsrätter.

Om det finns *synnerliga* skäl, får Finansinspektionen *medge ytterligare* undantag från förbudet enligt 15 §.

Föreslagen lydelse

16 §¹

Trots bestämmelserna i 15 § får

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier, *och*

2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter och inlösenrätter samt andra liknande rätter såsom omvandlingsrätter.

Om det finns *särskilda* skäl, får Finansinspektionen, *i ett enskilt fall, besluta om* undantag från förbudet enligt 15 §.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

¹ Senaste lydelse 2005:382.

Härigenom föreskrivs att 5 och 6 §§ lagen (2005:377) om straff för
marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument ska ha följande
lydelse.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse
5 §¹

Trots bestämmelserna i 2–4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med
stöd av 2 kap. 1 § eller 4 kap. 1 eller 2 § lagen (2007:528) om
värdepappersmarknaden fullgöra uppdrag som lämnats företaget att
förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan att använda
insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att
upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att
fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,

2. *finansiellt* instrument 2. *finansiella* instrument
förvärvas när insiderinformationen förvärvas när insiderinformationen
är ägnad att sänka priset på är ägnad att sänka priset på
instrumentet och avyttras när *instrumenten* och avyttras när
informationen är ägnad att höja informationen är ägnad att höja
priset på *instrumentet*, priset på *instrumenten*,

3. uppgifter fullgöras som någon har på grund av vad som föreskrivits i
lag eller annan författning,

4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk
eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av
information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett
offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av
aktier i bolaget,

5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid
löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,

6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller
förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,

7. ingångna terminskontrakt fullgöras på slutdagen,

8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har
ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,

9. andra finansiella instrument 9. andra finansiella instrument
än aktier förvärvas eller avyttras, än aktier förvärvas eller avyttras,
om förvärvet eller avyttringen sker om förvärvet eller avyttringen sker
utan att insiderinformation utan att insiderinformation
används. används, och

10. *finansiella instrument*
förvärvas eller avyttras, enligt
villkoren i ett aktierelaterat
incitaments- eller sparprogram,

¹ Senaste lydelse 2007:564.

om förvärvet eller avyttringen inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden och sker utan att insiderinformation används.

Med aktierelaterat incitaments- eller sparprogram avses ett program som

1. är avsett för styrelseledamöter, ledande befattningshavare eller andra anställda eller uppdragstagare,

2. är av långsiktig karaktär,

3. saknar möjlighet för deltagare att utöva inflytande över handeln, och

4. baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, köpoptioner eller syntetiska köpoptioner.

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimisbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 ska också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimisbevis, optionsbevis, konvertibel, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

6 §²

Bestämmelserna i 2–5 §§ skall även tillämpas på förfaranden enligt dessa bestämmelser som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden, om förfarandena avser finansiella instrument

Bestämmelserna i 2–4 §§ samt 5 § första stycket 1–9 och tredje stycket ska även tillämpas på förfaranden enligt dessa bestämmelser som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden, om förfarandena avser finansiella instrument

1. som är upptagna till handel på en reglerad marknad,
2. för vilka en ansökan om upptagande till handel enligt 1 har lämnats in, eller
3. vilkas värde är beroende av ett finansiellt instrument enligt 1 eller 2.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

² Senaste lydelse 2007:564.

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

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

13 kap.

1 §

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

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

1. fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får delta i handeln,

2. neutralitet, som innebär att börsens regler för den reglerade marknaden tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och

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

En börs *skall* också

1. identifiera och hantera de risker som kan uppstå i verksamheten,

2. ha säkra tekniska system, samt

3. identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppstå mellan börsens eller dess ägares intressen och intresset av att en reglerad marknad drivs i enlighet med första och andra styckena.

En börs får inte i sitt regelverk ställa krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad som är oskäligt betungande med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

Utdrag ur protokoll vid sammanträde 2009-02-17

Närvarande: F.d. regeringsrådet Rune Lavin, justitierådet Marianne Lundius och regeringsrådet Karin Almgren.

Vissa frågor om incitamentsprogram och börsers regelverk

Enligt en lagrådsremiss den 5 februari 2009 (Finansdepartementet) har regeringen beslutat att inhämta Lagrådets yttrande över förslag till

1. lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument,
2. lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument,
3. lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

Förslagen har inför Lagrådet föredragits av kanslirådet Magdalena Petersson.

Förslaget föranleder följande yttrande av Lagrådet:

Förslagen till ändringar i lagen om anmälningsskyldighet och lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument har till syfte att minska riskerna för att aktierelaterade incitaments- och sparprogram kommer i konflikt med marknadsmissbrukslagstiftningen. Skälet härtill är att denna lagstiftning i enlighet med marknadsmissbruksdirektivet omfattar även handel med finansiella instrument utanför värdepappersmarknaden. Ändringarna är avsedda att genomföras huvudsakligen genom ett nytt undantag från bestämmelserna om insiderbrott. Dessutom föreslås en ändring i lagen om värdepappersmarknaden som syftar till att minska riskerna för negativ regelpåverkan från tredje land på grund av ägarförhållanden i en börs i Sverige.

Förslaget till lag om ändring i lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

5 §

Marknadsmissbrukslagen är upplagd på så vis att avgränsningen av det straffbara området i 2-4 §§ görs genom de undantag som anges i paragrafen och som avser sådana situationer där det typiskt sett inte förekommer något missbruk av insiderinformation. I lagrådsremissen föreslås att förvärv och avyttringar av finansiella instrument enligt villkoren i ett aktierelaterat incitaments- eller sparprogram undantas under förutsättning bl.a. att förvärvet eller avyttringen inte utgör eller leder till handel på värdepappersmarknaden. Eftersom förslaget innebär

att ett av villkoren för undantag ska vara att avyttringen eller förvärvet inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden så förefaller det vara redaktionellt logiskt att paragrafen byter plats med 6 §. I denna föreskrivs att straffbestämmelserna och undantagsbestämmelserna ska vara tillämpliga inte bara på värdepappersmarknaden utan även på förfaranden utanför värdepappersmarknaden. Ett sådant byte skulle då föranleda vissa ändringar i 6 §.

Undantagen i paragrafen avgränsar det straffbara området och det är då viktigt att de så långt möjligt ges en klar och tydlig utformning. Vad som angetts i lagrådsremissen om incitaments- och sparprogrammets långsiktighet liksom vad gäller deltagarnas möjlighet att utöva inflytande på handeln bör komma till uttryck i definitionen av begreppet aktierelaterat incitaments- och sparprogram. Definitionen i andra stycket, som passar bättre i 1 §, skulle kunna få följande lydelse:

Med aktierelaterat incitaments- eller sparprogram avses ett program som

1. är avsett för styrelseledamöter, ledande befattningshavare eller andra anställda eller uppdragstagare,
2. omfattar minst tre år,
3. saknar möjlighet för deltagare att utöva inflytande över handeln inom ramen för programmet, och
4. baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, köpoptioner eller syntetiska köpoptioner.

Förslaget till lag om ändring i lagen om värdepappersmarknaden

13 kap. 1 §

Innehållet i paragrafen kommer tydligare till uttryck med följande formulering:

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

Övrigt lagförslag

Lagrådet lämnar förslaget utan erinran.

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 12 mars 2009

Närvarande: Statsministern Reinfeldt, ordförande, och statsråden Olofsson, Odell, Ask, Husmark Pehrsson, Leijonborg, Erlandsson, Hägglund, Björklund, Carlsson, Littorin, Borg, Malmström, Sabuni, Adelson Liljeroth, Tolgfors, Björling

Föredragande: statsrådet Odell

Regeringen beslutar proposition Oskäliga krav i börsers regelverk