



Agenda för en ny marknadstillsyn

2002 : 1



Agenda för en ny marknadstillsyn

INNEHÅLL

FÖRORD	3
SAMMANFATTNING	5
NY EU-AGENDA FÖR VÄRDEPAPPERSMARKNADEN	7
Strukturutvecklingen på finansmarknaderna	7
En aktiemarknad för alla	8
Krav på förändringar	9
En ny EU-agenda	10
Konsekvenser för FI	10
EN NY STRUKTUR FÖR REGLERING I SVERIGE	11
Marknadstillsynen i Sverige i dag	11
Självreglering på den svenska marknaden	12
Perspektiv på självreglering	13
En svensk modell för en effektiv självreglering	15
INFORMATION, FINANSMARKNADEN OCH TILLSYN	17
Tillsyn i informationssamhället	17
Nya EU-regler	18
Konsekvenser för FI	20
PROSPEKT	21
Nuvarande regleringsstruktur i Sverige	21
Granskning av prospekt idag	22
Nya EU-regler	22
Konsekvenser för FI	23
REDOVISNING	24
Nuvarande reglerings- och tillsynsstruktur	24
Nya EU-regler	24
Konsekvenser för FI	26
MARKNADSMISSBRUK	27
Överväganden	27
Marknadstillsynen och marknadsövervakning idag	28
Nya EU-regler	29
Konsekvenser för FI	30
BÖRS OCH CLEARING	31
Nuvarande tillsyn	31
Nya EU-regler	32
Konsekvenser för FI	33
UPPFÖRANDEREGLER	34
Tillsynen i Sverige idag	34
Nya EU-regler	35
Konsekvenser för FI	35
SANKTIONER	36
Nuvarande sanktioner	36
Nya EU-regler	37
Konsekvenser för FI	38
Bilaga: En modell med självreglering	43

Förord

3

Förändringarna på värdepappersmarknaden medför för Finansinspektionen ett väsentligt utökat tillsynsansvar. Ändringarna är främst relaterade till det intensiva arbete som pågår inom EU för att skapa en enda marknad inom värdepappersområdet. Tidsplanen för genomförandet av reformerna är mycket ambitiös, inte minst genom det beslut att ytterligare påskynda reformarbetet som fattades under det svenska ordförandeskapet vid Stockholmsmötet i mars 2001.

FI har ambitionen och ansvar för att organisera en tillsyn som fullt ut motsvarar de utökade kraven på kompetens och kunskap som allmänheten har rätt att kräva – särskilt i ljuset av att värdepappersmarknaden under senare år har blivit en angelägenhet för alla.

Behovet av ett långsiktigt värdesäkrat sparande för en trygg och meningsfull framtid har kommit i blyxtbelysning genom den svenska pensionsreformen.

Men förändringarna är också av stor betydelse för det svenska näringslivet. Möjligheten att konkurrera på lika villkor och att verkligen kunna utnyttja de fördelar som förespeglades vid ett svensk inträde i EU har högsta prioritet.

Denna rapport beskriver de förändringar som är att vänta och hur de kommer att påverka FI:s arbetsvillkor. I slutet av februari i år kommer FI också att vända sig till Finansdepartementet för att beskriva de de kostnadsmässiga konsekvenserna av de beslut som fattats inom EU på detta område.

Claes Norgren

generaldirektör

Sammanfattning

5

Inom EU pågår ett intensivt arbete med att revidera olika EG-direktiv som berör värdepappersområdet. Ett gemensamt tema i detta arbete är hanteringen, distributionen och kontrollen av information till aktörerna på finansmarknaden. De områden som främst berörs är följande.

- Marknadsmisshandlingar
- Prospekt
- Redovisning
- Regelbunden information från noterade bolag
- Värdepappersrörelse (investeringstjänster)

För FI betyder kommande förändringar en helt ny marknadstillsyn och ett helt nytt EU-samarbete. Dessa förändringar påverkar samtliga aktörer. Den svenska finansbranschen kommer också att behöva förändra sitt arbetssätt och samarbete för att kunna möta utvecklingen på det europeiska planet.

De nya EG-direktiven handlar alla om information till värdepappersmarknaden i olika avseenden och om hur denna ska spridas. I de olika förslagen till direktiv sägs att det i varje land ska finnas en ansvarig myndighet. Skälet till detta är att man inte vill ha en fragmenterad myndighetsutövning inom EU.

Denna myndighet ska få alla befogenheter som den behöver för att fullgöra sina uppgifter, t.ex. ska den ha möjlighet att stoppa ett erbjudande om man kan misstänka att bestämmelserna inte har följts. Myndigheten ska också kunna genomföra inspektioner hos emittenter. Dessa myndigheter ska vara oavhängiga i förhållande till marknaden och således inte kunna hamna i intressekonflikter.

Självreglering

Den nya marknadstillsynen förutsätter att den självreglering som Sverige har idag förändras för att bättre stämma överens med internationell standard. FI:s ansvarsområde utvidgas väsentligt även om det faktiska arbetet kan fördelas mellan FI och de självreglerande organen.

Tillsyn av information från noterade och finansiella företag

Genom nya EG-direktiv kommer nya regler för hur noterade bolag löpande ska informera marknaden om viktigare händelser och vid bestämda tidpunkter upprätta delårsrapporter och årsredovisningar. För bolag som missköter denna informationsgivning ska det beslutas om sanktion. Tillsynsmyndigheterna inom EU har ett organiserat samarbete och kan när som helst, både muntligt och skriftligt, informera varandra om händelser i enskilda bolag etc.

Tillsyn av prospekt

Genom EU:s nya prospektdirektiv ska det skapas ett s.k. EU-pass för emit-
tenter. Ett bolag ska med ett godkännande av hemlandsmyndigheten kunna
söka notering på vilken börs som helst inom EU. FI kommer få ett huvud-
ansvar för all granskning av prospekt, inklusive prospekt som ska upprättas
inför en börsnotering.

Tillsyn av marknadsplatser och clearingorganisationer

Marknadsplatser och clearingorganisationer får en central roll på den inte-
grerade europeiska värdepappersmarknaden. FI:s tillsyn över dessa behöver
därför förstärkas avsevärt. Särskilt bör regelverket för clearing skärpas så att
internationellt godtagbar standard uppfylls.

Tillsyn av uppförande på marknaden

EU:s nya reglering av marknadsmissbruk handlar främst om insiderbrott och
otillbörlig kurspåverkan, men förslaget innehåller också förbud mot att för-
söka påverka kursen genom att sprida information genom massmedia och
Internet. Det nya direktivet syftar också till att täppa till luckor i EU-lagstift-
ningen som kan användas för felaktigt uppförande.

Denna rapport beskriver vad som kan förväntas i lagstiftningsväg inom EU
och vilka konsekvenserna kan bli för FI:s marknadstillsyn. Rapporten
beskriver också FI:s arbete med att utveckla tillsynen av värdepappersmark-
naden.

Ny EU-agenda för värdepappersmarknaden

EU-FÖRSLAG

Inom EU pågår ett omfattande arbete med förändringar av regleringsstrukturen. Inom ramen för den s.k. Financial Services Action Plan utarbetas nu ett antal nya EG-direktiv inom värdepappersområdet. Dessa innebär en ny agenda för den europeiska värdepappersmarknaden. Direktiven kommer att införas i svensk lagstiftning.

7

KONSEKVENSER FÖR FI

- En ny reglerings- och tillsynsstruktur inrättas där EG-direktiven anger förutsättningarna för FI att verka på värdepappersmarknaden.
- Inom ramen för denna nya struktur bildas ett antal nya EU-kommittéer där FI har ett ansvar att medverka aktivt.
- Kraven på samordning av de nationella regelverken ökar och det blir större behov av att samverka i det praktiska arbetet.
- Det internationella samarbetet ökar kraftigt på värdepappersområdet. Inom ramen för detta samarbete skapas också ett antal arbetsgrupper och underkommittéer.

Under de senaste åren har viktiga steg tagits inom EU för att vidareutveckla regleringen på värdepappersmarknaden. Ett antal EG-direktiv kommer snart att beslutas och bli föremål för lagstiftningsåtgärder inom medlemsländerna. Mot denna bakgrund har FI gjort en konsekvensanalys av förslagen. Slutsatserna presenteras i denna rapport.

Strukturutvecklingen på finansmarknaderna

Förändringarna inom EU beror på ett antal faktorer. Erfarenheterna av hur den inre marknaden fungerar och vilka problem som man fortfarande möter där har varit av stor vikt. En annan viktig drivkraft har varit den allmänna strukturutvecklingen som drivit på behovet av en samordnad och mer effektiv reglering och tillsyn.

Aktiemarknaderna världen över har genomgått viktiga förändringar under de senaste decennierna. Andelen aktier i portföljerna har ökat och man kan tala om att värdepappershandeln "aktifierats". Några av de viktigaste drivkrafterna har varit:

- Inflation och räntor har sänkts vilket medför att investerare söker högre avkastande placeringar.
- Förändringar i sparmönster, till följd av den demografiska utvecklingen.
- En ökad finansiering av investeringar via aktieemissioner.

De globala finansiella flödena har under denna period ökat kraftigt. Nationella marknader blir därmed allt mer påverkade och beroende av förhål-

landen på andra utländska marknader. Förklaringen till detta ökade beroende av omvärlden är ett resultat av:

- En avreglering av finansmarknaderna.
- En ökning av kapitalflöden över gränserna.
- Utvecklingen av den teknologiska infrastrukturen, inklusive avancerade telekommunikationssystem.
- Finansiell innovation och produktutveckling.
- Ökad informationsanvändning.

Utvecklingen diskuterades på IOSCO:s årsmöte i Stockholm 2001. Fokus låg på hur informationsteknologin interagerar med utvecklingen på marknaden där koncentrationen av värde och värdeskapande sammanlänkas i ett globalt nätverk av kapitalflöden. Detta påverkar förutsättningarna för en nationell kontroll av finansmarknaderna. För att kunna möta globaliseringen av värdepappershandeln måste reglering och tillsyn samverka över de nationella gränserna i större utsträckning än idag.

Dessa nya omvärldsbetingelser har drivit på diskussionen om reglering av värdepappersmarknaden inom EU.

En aktiemarknad för alla

Utvecklingen på den svenska sparande- och värdepappersmarknaden har gjort att konsumentskyddet på senare år fått en ny och djupare innebörd och en växande betydelse för den finansiella tillsynen. Från att ha varit en angelägenhet för professionella aktörer och en liten krets privatpersoner är utvecklingen på aktiemarknaden nu något som direkt berör en stor del av den svenska befolkningen. Vid halvårsskiftet 2001 var 41 procent av hushållens finansiella tillgångar placerade i aktier och fonder. För tio år sedan var denna siffra 25 procent.

Detta ställer nya krav på anpassning av information, regelverk och tillsyn. Flera av dessa frågor diskuterades också i FI:s rapport Aktiemarknad för alla - nya krav i ny miljö, som publicerades i maj 2001.

Parallellt med den dramatiska kursutvecklingen har den tekniska och strukturella utvecklingen av aktiemarknaden fortsatt i full kraft. Det handlar bl.a. om en ökande internationalisering och ett breddat aktieäggande, som ytterligare förstärktes när det nya premiepensionsvalet sjösattes.

En internationalisering av den svenska aktiemarknaden har skett, dels genom att svenska investerare ökat sina innehav av utländska aktier, dels genom att utländska investerare blivit allt viktigare på den svenska marknaden. Som en följd av detta har den svenska börsen internationaliserats allt mer. Detta märks i att av 71 medlemmar på Stockholmsbörsen idag är 42 s.k. fjärrmedlemmar, d.v.s. gränsöverskridande utan etablering i Sverige.

Den dynamiska och alltmer internationaliserade svenska värdepappersmarknaden ställer ökade krav på tillsyn och reglering.

Krav på förändringar

Mot bakgrund av de nya förutsättningarna för aktiehandeln och behovet av att samverka över nationsgränserna har EU ställt inför nya krav inom tillsyn och reglering. Dessa krav har fått ökad tyngd eftersom en effektiv kapitalmarknad har en central funktion för kapitalbildning, investeringar och tillväxt. Till detta kommer att värdepappersmarknaderna i EU konkurrerar med andra marknader i USA, Japan och Asien.

9

EU:s inre marknad har bildats utifrån en samordning av regelverken och genom en ökad samverkan mellan unionens tillsynsmyndigheter. Trots denna samordning finns fortfarande betydande skillnader i regelverken, vilket försvårar kapitalflöden och skapar ineffektiviteter på den inre marknaden. Till detta kommer att det finns ett stort antal myndigheter med olika riktlinjer och praxis vilket också hämmar den inre marknaden.

Mot denna bakgrund tillsattes en expertgrupp i EU som skulle se över dessa förhållanden. Gruppen lämnade i februari 2001 en rapport om den framtida regleringen av värdepappersmarknaden i EU, den s.k. Lamfalussy-rapporten. Ett viktigt förslag är att en ny kommittéstruktur etableras, som ska göra det enklare och snabbare att besluta om nya regler. I rapporten behandlades även tillsynsstrukturen på den europeiska värdepappersmarknaden. Det konstaterades att det inom unionen finns ett 40-tal reglerande organisationer, ”far too many for an efficient system”, som det uttrycktes i rapporten.

I Lamfalussy-rapporten pekas på ett antal åtgärder som är prioriterade och som bör träda i kraft redan under 2003. Dessa åtgärder är:

- Ett nytt prospektdirektiv med krav på ett registreringssystem. Detta innebär förenklingar för bolag att sprida ett prospekt i andra EU-länder. Prospekt ska godkännas av tillsynsmyndigheten i bolagets hemland och publiceras på myndighetens hemsida.
- Modernisering av noteringskraven och införande av en tydlig skillnad mellan upptagande till notering av värdepapper och upptagande till handel.
- Införa en hemlandsprincip och ömsesidigt godkännande av professionella marknader och en tydlig definition av professionella investerare.
- Modernisering av placeringsregler för värdepappersfonder och pensionsfonder.
- Godkännande av internationella redovisningsstandarder (IAS).
- Hemlandsauktorisering och etableringsfrihet för godkända aktiemarknader. Detta innebär att börser och marknadsplatser, med tillstånd från hemlandet, ska kunna bedriva börsverksamhet inom hela EU, även gränsöverskridande.

En ny EU-agenda

Kommissionen har inrättat två nya kommittéer på värdepappersområdet, allt enligt en ny regleringsstruktur på fyra nivåer.

Nivå 1 är processen att besluta om själva rättsakterna, som kan vara direktiv eller förordningar. Dessa beslutas av ministerrådet och parlamentet på vanligt sätt inom den s.k. medbestämmandeprocessen enligt gällande fördrag. Det ”nya” är att dessa rättsakter ska ha karaktären av ramlag, som ska fyllas ut med detaljregler som beslutas inom gällande kommittologi (nivå 2).

Nivå 2 är den politiska nivån och handlar om att fylla ut beslutade rättsakter med tekniska bestämmelser, eller genomförandebestämmelser. Dessa ska beslutas av Europeiska värdepapperskommittén (EVK), som består av företrädare för medlemsstaternas finansdepartement.

Nivå 3 karaktäriseras som ett förstärkt samarbete mellan tillsynsmyndigheterna på värdepappersområdet inom EU. På denna nivå finns Europeiska värdepapperstillsynskommittén (EVTK) där FI är medlem. Denna kommitté ska också fungera som en oberoende rådgivare till kommissionen när den utarbetar tillämpningsbestämmelser.

Nivå 4 är arbetet med att förbättra efterlevnaden av bestämmelserna och den kommer att ske både på EU-nivå av kommissionen och på nationell nivå genom tillsyn av marknader och institut.

Resultatet av översynen inom EU är det att för närvarande finns ett stort antal EG-direktiv på gång i EU:s lagstiftningsprocess. Ett antal av dessa väntas beslut om i mars 2002. Direktiven grundar sig på den gjorda översynen och den genomgripande reformeringen av såväl regelverk som samarbetsformer inom reglering och tillsyn.

För FI, och andra tillsynsmyndigheter inom EU, betyder kommande förändringar ett helt nytt sätt att samarbeta. Exempelvis kommer tyngdpunkten i regelutvecklingen att förskjutas mot det europeiska planet, med betydligt fler initiativ från kommissionen och parlamentet.

Konsekvenser för FI

Konsekvenserna för FI kan sammanfattas på följande sätt.

- En ny reglerings- och tillsynsstruktur inrättas där EG-direktiven anger förutsättningarna för FI och andra tillsynsmyndigheter att verka på värdepappersmarknaden.
- Inom ramen för denna nya struktur medverkar FI inom EVTK.
- Kraven ökar på samordning av regelverken och på behovet av att samverka i det praktiska arbetet. FI kommer här att svara för remissförfarandet inom Sverige när det gäller frågor som behandlas inom ramen för EVTK.
- Det internationella samarbetet ökar kraftigt på värdepappersområdet där EVTK kommer att sätta ihop ett antal arbetsgrupper och underkommittéer.

2. En ny struktur för reglering i Sverige

EU-FÖRSLAG

De nya EG-direktiven förutsätter att det i varje EU-land finns en ansvarig myndighet som utformar detaljregler och ansvarar för tillsynen. Därigenom ges de institutionella förutsättningarna en svenska modell för införlivande av dessa detaljregler.

KONSEKVENSER FÖR FI

- FI är den myndighet som behövs för att införliva EG-direktiven i svensk rätt.
- Självreglering på den svenska marknaden förutsätter att den lever upp till de principer och minimikrav som formulerats av IOSCO i dokumentet "Principles for an Effective Self-regulation".
- FI kan lägga ut ett antal arbetsuppgifter till självregleringsorgan.
- En förenkling av regelverket på värdepappersmarknaden bör uppnås genom att den komplexa regelstrukturen ses över.
- Marknadsövervakningen vid Stockholmsbörsen och övriga marknadsplatser finns kvar inom de nya ramar som kommande EG-direktiv ställer.
- Föreningen för utvecklande av god redovisningssed, vars verksamhet blir alltmer inriktad på uppföljning av redovisning än att utfärda egna regler, fortsätter att verka inom de ramar som fastställs i IOSCO-reglerna.
- När det gäller sanktioner blir FI den myndighet som utdömer sanktioner enligt de nya EG-direktiven. Möjligheten att delegera sanktioner ska närmare undersökas.

11

Att införa EG-direktiven på värdepappersområdet i Sverige kräver inte bara en anpassning av lagstiftningen. Det krävs också ett ställningstagande till hur det institutionella samspelet ska organiseras. Detta diskuteras i det följande.

Marknadstillsynen i Sverige i dag

Reglering och tillsyn av värdepappersmarknaden i Sverige baseras på en lång tradition av samspel mellan offentlig tillsyn, reglering och självreglering. En relativt stor del av övervakning och reglering har utförts av andra än FI. En förklaring till denna struktur är att viss verksamhet inte har ansetts vara i behov av någon offentlig reglering eller kontroll över huvud taget. Näringslivets börskommitté gav 1969 ut riktlinjer för börsföretagens informationsgivning och 1971 en rekommendation om offentliga erbjudanden.

När det gäller tillsyn och övervakning av regler på marknadsplatserna finns en arbetsfördelning mellan marknadsplatsernas övervakning och FI:s tillsyn. Marknadsplatserna svarar för övervakningen av handeln och efterlevnaden

av börsens avtal och rekommendationer. I den mån det sker överträdelse av lag eller föreskrift ska detta rapporteras till FI.

Strukturutvecklingen har varit viktig för utvecklingen av FI:s marknadstillsyn. Stockholmsbörsen har sedan några år fått konkurrens, inte bara från utländska börser, utan också från två auktoriserade marknadsplatser i Sverige. Många värdepappersinstitut organiserar t.ex. en egen aktiehandel för allmänheten. Det nordiska börssamarbetet har också utvecklats i riktning mot en ökad integration av handeln.

Internet och ny datateknik har underlättat för privatpersoner att själva handla på börsen. Detta har ökat konsumenternas valfrihet och förbättrat informationsflödet till investerarna. Denna utveckling innebär dessutom ökade krav på anpassning av tillsynens arbetssätt och metoder.

All handel sker formellt sett genom en börsmedlem, men detta omfattande orderflöde gör det svårare för värdepappersinstituten att kontrollera att orderläggningen sker på korrekt sätt. Denna handel medför vissa svårigheter vad gäller tillsynen. Datatekniken och Internet har dessutom öppnat stora möjligheter för dem som vill skapa vinster på oärligt sätt. Detta påverkar inte bara FI:s arbetssätt utan även Ekobrottsmyndighetens.

FI svarar för tillsynen av handeln på värdepappersmarknaden och hur värdepappersinstituten följer lagens uppföranderegler, d.v.s. hur instituten uppför sig på marknaden och mot kunder.

FI svarar också för tillsynen av värdepappersinstituten som sådana, d.v.s. hur de är organiserade internt och vilka rutiner etc. som finns. Denna tillsyn av värdepappersinstitut m.fl. är en del av FI:s riskorienterade tillsyn. Särskilda riskbedömningar ska göras av Stockholmsbörsen, VPC AB och Bankgirocentralen. Dessutom kommer en liknande bedömning att göras av Aktietorget och Nordic Growth Market.

FI har identifierat ett antal områden som är av särskilt stort intresse för den framtida marknadstillsynen. Det handlar om reglering och tillsyn av

- information från marknadsnoterade företag, finansiella institut och andra marknadsaktörer,
- marknadsmissbruk,
- marknadsplatser, inkl värdepappersinstitut som organiserar handel,
- prospekt,
- redovisningsregler,
- risker i clearingorganisationers verksamhet och
- uppförande på marknaderna inkl investerarskydd.

Självreglering på den svenska marknaden

Den svenska självregleringen behandlades av riksdagen i samband med att den nya börslagstiftningen infördes 1993. Riksdagen uttalade då en princip som innebar att man genom lag och FI:s föreskrifter lade en grundläggande nivå på regleringen. Nivån ska vara den som EU har lagt fast i sin reglering, om inte särskilda skäl talar för strängare föreskrifter, och måste iakttas av

alla aktörer. Från denna grundläggande standard finns sedan utrymme att genom självreglering skapa en högre nivå i marknaden. Däremot får en högre nivå inte tillkomma endast för att stänga ute konkurrens från annat håll.

Ett exempel på denna regleringsteknik finns när det gäller börsprospekt. I börs- och clearinglagen finns vissa grundläggande regler samt en bestämmelse där regeringen ger FI rätt att utfärda föreskrifter. Detta har regeringen gjort, och FI har också beslutat om föreskrifter om prospekt. FI:s föreskrifter uppfyller i huvudsak minimikraven i EG-direktivet, men går inte heller längre. Härutöver har Näringslivets börskommitté, inom ramen för självreglering, beslutat om en rekommendation om prospekt.

13

Även när det gäller annan reglering på värdepappersmarknaden kompletteras lagar och föreskrifter med olika former av självreglering.

Sverige har en relativt omfattande självreglering som sker genom ett antal privata organisationer. De organisationer som är mest framträdande på värdepappersområdet är Aktiemarknadsnämnden, Föreningen Auktoriserade Revisorer, Näringslivets Börskommitté, Svenska Fondhandlareföreningen och Redovisningsrådet. Stockholmsbörsen har olika regler intagna i avtal med medlemmar och börsbolag.

Exempel på områden där det förekommer självreglering är följande.

- Aktiemarknadsbolagens köp och försäljning av aktier
- Budplikt
- Flaggning
- Offentliga erbjudanden
- Prospekt
- Redovisningsregler
- Regler om kvartalsrapportering
- Riktade emissioner
- Riktlinjer för corporate finance-verksamhet
- Tilldelningsregler vid överteckning vid marknadsintroduktioner
- Uppföranderegler
- Villkor för handel med finansiella instrument
- Värdepappersaffärer som görs av anställda i värdepappersinstitut

Perspektiv på självreglering

Lamfalussy-rapporten och de nya EG-direktiven som är på väg ger visst utrymme för reformer av reglering och tillsyn i enskilda medlemsländer. Möjlighet finns till snabb implementering, men frågan är hur det ska göras i den svenska miljön. Detta är nödvändigt för att kunna få systemet att fungera i tid, men ett antal frågor måste först övervägas.

I en särskild rapport *Where to Go after the Lamfalussy Report* som FI publicerade i december 2001, pekade Jonas Niemeyer på följande frågor.

- I EG-direktiven föredras en mer centraliserad och utökad offentlig reglering i medlemsländerna. Ett exempel är de befogenheter som ska ges till den enda behöriga myndigheten i varje land. Detta kommer att påverka balansen mellan reglering och självreglering. Det finns en fara i att fördelarna med självreglering kommer att reduceras.
- Om en större andel av regleringen och tillsynen strömlinjeformas runt en offentlig myndighet är frågan om en tillräcklig institutionell konkurrens mellan olika regleringssystem kommer att kunna upprätthållas. Kommer de offentliga myndigheterna att vara tillräckligt öppna och flexibla så att de kan anpassa sin verksamhet till förändrade förhållanden.
- Det finns en tendens i EU mot ökat konsumentskydd. Är detta en önskad utveckling?

Mot invändningar mot offentlig reglering kan man väga de fördelar som finns med att ha en offentlig myndighet i varje land som har samordnat sin verksamhet med andra EU-myndigheter. Därmed minskas handelshinder mellan länderna samtidigt som en bättre effektivitet i regler och sanktioner kan uppnås.

En annan viktig aspekt på självreglering är hur sanktioner fungerar i relation till denna. Man bör här skilja på två typer av självreglering:

- den som är avtalsrättsligt grundad som t.ex. Stockholmsbörsens noteringsavtal
- den som inte har sådan grund.

Vid tvist om reglerna är det i bägge fallen ytterst domstol som prövar huruvida en norm är bindande. Om det gäller självreglering som grundas på avtal så finns de sanktioner som avtalats, t.ex. avnotering. Möjlighet att överklaga avtalssanktioner finns vanligtvis inte.

Om det å andra sidan gäller annan självreglering som t.ex. Fondhandlareföreningens rekommendationer, Aktiemarknadsnämndens uttalanden eller NBK:s rekommendationer finns ingen formell sanktionsmöjlighet, om inte det har tagits in i ett avtal såsom NBK:s rekommendationer som ingår i noteringsavtalet.

En annan aspekt att väga in är frågan om intressekonflikter vid självreglering. En viktig aktör här är Stockholmsbörsen. Det finns här två olika typer av intressekonflikter. Den ena gäller förhållandet om en börs, eller dess moderbolag, är noterat på sin egen börs. Den andra intressekonflikten handlar om att börsen är ett vinstdrivande företag som vill ha så många listade bolag som möjligt.

Den andra typen av intressekonflikt – vinstintresset – har inte uttryckligen berörts av lagstiftaren. Det bör dock ligga i det allmänna sundhetskravet att börsen, vid notering av bolag, också värnar sitt och marknadens förtroende för att uppnå självregleringsuppgifterna och övervakningen. Vinstintresset måste därför löpande beakta förtroendefrågor i verksamheten och vägas mot allmänintresset.

Avslutningsvis finns anledning att överväga vilka kriterier som bör ställas upp för att kunna avgöra om ett system med central reglering eller tillsyn är bättre än ett decentraliserat system, där en offentlig myndighet samverkar med ett självregleringsorgan. För att det sistnämnda ska vara att föredra måste det finnas ett mervärde i arbetsfördelningen. Fördelar, med att dela upp ansvaret, kan vara bättre kunskap och kompetens genom att man är närmare marknaden eller ökad dualitet och konkurrens mellan den offentliga regleraren och självregleraren. Dessa fördelar ska vägas mot risken för intressekonflikter och komplikationen med att dela upp ansvaret.

En svensk modell för en effektiv självreglering

Utgångspunkter

I Sverige blir FI den ansvariga myndighet som ska finnas i varje medlemsstat. Det är också mot denna bakgrund naturligt att FI har en central roll i regleringen och tillsynen av värdepappersmarknaden i Sverige.

Målen för en svensk modell bör utgå från de konkreta behov som finns med att uppnå ökad effektivitet på den svenska marknaden och ett stärkt konsumentskydd. Vid införlivandet av EG-direktiven bör man således välja en modell som förstärker den svenska marknadens förtroende genom att man skapar ett effektivare system för tillsyn och övervakning.

Givetvis ska den svenska modellen utgå ifrån EU:s allmänna modell, men hänsyn ska tas till svenska förhållanden. Därför bör en väl fungerande självreglering tillvaratas, om inte principiella argument talar emot eller att man av effektivitetsskäl bör välja en annan lösning.

IOSCO har tagit fram ett antal riktlinjer för en effektiv självreglering. Bland annat ska självregleringsorganen ha tillstånd för sin verksamhet och FI ska kunna utföra platsbesök och göra en årlig utvärdering av verksamheten. Vidare ska FI ta tillvara allmänintresset och ska kunna ingripa mot sådana regler, som självregleringsorganen fastställt, som strider mot allmänintresset. Utifrån dessa riktlinjerna ska en miniminivå fastställas för samarbetet mellan FI och självregleringsorganen på värdepappersområdet.

Förslag

För att kunna utforma en svensk modell i samband med införlivandet av framtida EG-direktiv, måste lagstiftaren ta ställning till ett antal principiella frågor. Dessa inbegriper ett antal politiska överväganden. FI har analyserat frågeställningarna och formulerat en svensk modell för den kommande reglerings- och tillsynsstrukturen. En tänkbar struktur skulle kunna se ut enligt följande.

- FI blir den ansvariga myndighet som ska finnas för att EG-direktiven ska kunna införlivas. I detta ligger bland annat uppgiften att samverka med andra myndigheter inom EU och att svara för samordning och informationsutbyte.

- Självregleringen på den svenska marknaden bör anpassas till IOSCO:s riktlinjer och minimikrav (Principles for an Effective Selfregulation). Ett förslag till hur en sådan anpassning skulle se ut finns i bilagan till denna rapport. De organisationer som ska fungera som självregleringsorgan knyts närmare till FI exempelvis genom ett särskilt avtal.
- FI kan lägga ut uppgifter till självregleringsorganen. Detta betyder att FI har huvudansvaret, men i regleringsarbetet kan FI biträdas av ett eller flera lämpliga organ som utför det praktiska arbetet. FI måste kontrollera att delegerade arbetsuppgifter utförs.
- Alla berörda bör sträva efter en förenkling av regelverket på värdepappersmarknaden. Bland annat måste den komplexa regelstrukturen som finns på ett antal områden ses över. Ett antal regler som vissa självregleringsorgan för närvarande använder sig av kan lämpligen infogas i FI:s föreskrifter.
- Marknadsövervakningen vid Stockholmsbörsen och övriga marknadsplatser bör fortsätta inom de nya ramar som framtida EG-direktiv ställer. Övervakningen av bolagens löpande information utgör en väsentlig del av övervakningsverksamheten. Marknadsövervakningen är också nödvändig för att kontrollera att börsmedlemmarna följer de handelsregler som enligt avtal finns uppställda. Vidare bör Stockholmsbörsen och marknadsplatserna även i fortsättningen granska sådana prospekt som ges ut av de bolag som är noterade på den egna marknadsplatsen.
- Redovisningsrådets verksamhet ska inriktas alltmer på uppföljning av redovisning än att utfärda egna regler. Rådet ska också fortsätta verka inom ramen för de riktlinjer som IOSCO fastställt.
- FI blir den myndighet som beslutar om sanktioner enligt de nya EG-direktiven. Möjligheten att delegera sanktioner ska närmare undersökas.

Information, finansmarknaden och tillsyn

EU-FÖRSLAG

EU har tagit fram nya regler som ska förbättra insynen, öka öppenheten och säkra förtroendet för den europeiska värdepappersmarknaden.

KONSEKVENSER FÖR FI

- FI:s policy och normgivning när det gäller informationsfrågor måste utvecklas.
- Den nya tillsyn och reglering av information på finansmarknaden kräver ett effektivt tillsynsverktyg för FI. Ett modernt transaktionsanalysystem bör utvecklas. En förstudie bör också genomföras för att analysera möjligheten att utveckla ett informationssökningsverktyg för att skaffa information från emittenter och mäklare.
- Vid tillsyn av informationsgivning kan det, i fråga om medier, uppstå konflikt med tryckfrihetslagstiftningen. Eftersom TF är grundlag rådet det dock ingen tvekan om vilka spelregler som gäller.

17

Frågan om information och finansmarknaderna löper som en röd tråd genom de kommande direktiven. Ur ett policyperspektiv finns därför anledning att ta ett samlat grepp på denna fråga.

Tillsyn i informationssamhället

Vikten av information för marknaderna beror på att ett företags värde är avhängigt dess värdering av framtida ekonomiska utveckling. Marknaden har rollen av bearbetare och förmedlare av stora mängder av sammansatt information om företag och ekonomisk information i övrigt. Aktiekurserna sammanfattar en stor mängd information. Marknaden och marknadsprissättningen ger därför nödvändig information för exempelvis nyemissioner.

Världens aktiebörser gör det möjligt för aktiehandeln att fungera under ordnade former och till låga transaktionskostnader. Det skapar förutsättningar för en rättvisande värdering av det enskilda företaget. Denna prisbildning är därför av central samhällsekonomisk betydelse.

Aktiemarknadens roll som förmedlare av information är emellertid i praktiken varken gratis eller perfekt. Informationen är ojämnt fördelad mellan olika aktörer och informationsinnehållet i aktiepriserna påverkas av det strategiska spelet mellan parter som har olika information om marknadens underliggande värden. Därför är det av central betydelse hur spridningen av information i praktiken fungerar mellan de olika parterna på aktiemarknaden. Huvuddelen av de problem som handlar om hur aktiemarknaden fungerar har denna gemensamma nämnare. Emittenternas informationsgivning är således central.

Det ställs därför krav på att denna information ska vara korrekt och anpassad till de olika aktörernas behov. Det ställs krav på att den som ger ut aktier och andra värdepapper informerar om sin egen verksamhet så att marknaden kan värdera aktier, obligationer och andra finansiella instrument som bolaget eller emittenten ger ut. Sådan information finns i t.ex. årsredovisningar, delårsrapporter, prospekt och pressmeddelanden.

För att en investerare ska kunna fatta rätt beslut måste han ha möjlighet och kapacitet att ta del av, och processa allt mer information. Informationsteknologin har skapat helt nya möjligheter. Men å andra sidan får problem med informationsflödet negativa följdverkningar på finansmarknaderna. I en tid av massdistribution av information kan även små störningar eller fel ge betydande påverkan på aktiekurser och ekonomiska värden.

Nya EU-regler

Inom EU har ett antal nya förslag till direktiv utarbetats och de löper nu genom EU:s lagstiftningsprocess. Nedan ges en kort översikt av dessa och hur de påverkar kraven på informationsgivning.

Prospekt

Bolag som riktar olika erbjudanden till allmänheten om t.ex. emissioner och börsintroduktioner ska upprätta prospekt. Den grundläggande förändring som nu föreslås är att alla bolag får möjlighet att med ett enda prospekt ge ut aktier i alla EU-länder. Detta kommer att ställa nya och högre krav på att utforma information så att den tillgodoser en större krets av investerare.

Inte minst den nya informationstekniken, med bl.a. Internet, skapar helt nya förutsättningar för global spridning av erbjudanden.

Internationell redovisningsstandard

Det är viktigt att uppnå en global standard för redovisning internationellt verkssamma bolag och att därigenom skapa en bättre insyn, större öppenhet och bättre konkurrensförhållanden på finansmarknaden. EU deltar därför aktivt i syfte att skapa sådana internationella redovisningsstandards (IAS). Dessa ska göra det möjligt att jämföra olika börsbolags redovisningar oberoende var i världen bolagen är noterade. De gemensamma reglerna kommer att omfatta alla större finansmarknader världen över.

EU kommer att införliva IAS-standard med stöd av en förordning. Det betyder att IAS-reglerna får direkt effekt i alla medlemsstater utan att någon nationell lagstiftning ägt rum. Den nya förordningen kommer att beröra ca 7 000 företag inom EU.

Kommissionen pekar på vikten av att den finansiella tillsynen ska verka för att skydda investerarna. Tillsynsmyndigheterna inom värdepappersområdet har därför en viktig roll att försäkra att de listade företagen uppfyller uppställda redovisningskrav. Kommissionen ser framför sig att tillsynsmyndigheterna inom EU, genom samarbetskommittén EVTK, kan utveckla och införa en gemensam syn på hur kontrollen ska utföras.

Regelbunden rapportering

Ett viktigt inslag i informationsgivningen till marknaden är de delårsrapporter m.m. som noterade bolag lämnar till marknaden. Kommissionen har under sommaren 2001 remitterat ett utkast till direktivförslag innehållande ett antal förslag till åtgärder inom detta område. Till de viktigaste förslagen hör följande.

- Att öka kraven på periodisk rapportering i nuvarande EG-direktiv så att dessa regler svarar upp mot den högsta standard som finns internationellt.
- Att undvika marknadsstörningar, genom att öka kraven på att emittenter löpande ska offentliggöra information om ad hoc-händelser som kan vara kurspåverkande.
- Att informationen ska finnas tillgänglig på Internet.
- Att en myndighet ska ansvara för tillsynen av emittenternas informationsgivning. Myndigheten ska se till att emittenterna sköter informationsgivningen korrekt och ska ha möjlighet att besluta om sanktioner. Detta tillsynsansvar ligger i dag på marknadsplatserna genom de noteringsavtal som tillämpas.

19

Det verksamhetsområde som beskrivs innebär att delar av den tillsyn som Patent- och Registeringsverket (PRV) har i dag överförs till FI.

Marknadsmissbruk

I förslaget till direktiv om marknadsmissbruk sägs att FI ska ha ansvar för tillsynen av emittenternas informationsplikt i de delar som har koppling till insiderbrottet. FI utövar idag inte någon egen tillsyn över bolag och andra emittenter som ger ut finansiella instrument som handlas på värdepappersmarknaden. Denna tillsyn ska i stället utföras av marknadsplatserna och de som organiserar handeln.

I förslaget till det nya direktivet anges att medlemsstaterna ska kräva att emittenter av finansiella instrument så snabbt som möjligt ska offentliggöra insiderinformation. Information som emittenten, eller person som handlar för dess räkning, överlämnar till en utomstående i samband med utförande av anställning, yrke eller andra uppgifter ska fullständigt och effektivt offentliggöras. Medlemsstaterna ska kräva att emittenter och institut som företräder dem ska upprätta förteckningar över personer som arbetar för dem och har tillgång till insiderinformation.

Det nya direktivet om marknadsmissbruk syftar också till att täppa till luckor i EG-lagstiftningen som kan utnyttjas för felaktigt uppträdande. Här finns en direkt koppling till de nya bestämmelserna om regelbunden rapportering som föreskriver när och hur noterade bolag ska offentliggöra kurspåverkande händelser m.m.

Investerings tjänster

I direktivförslaget om investeringstjänster sägs att ansvarig myndighet i ett värdepappersbolags hemland ska begära att alla värdepappersföretag rapporterar uppgifter till myndigheten om alla de transaktioner som de deltagit i. Detta gäller oavsett på vilken reglerad marknad inom EU affären ägt rum i. Rapporteringen ska göras så snabbt som möjligt och inte senare än följande arbetsdag. Detta innebär en avsevärd ambitionsnivåhöjning.

Konsekvenser för FI

Inriktningen på marknadstillsynen kommer att i hög grad vara på informationsfrågor. Konsekvenser för FI:s arbete är betydande och kan sammanfattas på följande sätt.

- FI behöver utveckla sina riktlinjer när det gäller synen på informationsgivning. Dessa har uttryckts i en serie rapporter, tal och policyuttalanden som FI har gjort under de senaste två åren. Detta policyarbete behöver fullföljas och fördjupas.
- FI:s normgivning när det gäller informationsfrågor måste utvecklas. Ett naturligt första steg kommer här att tas när de kommande EG-direktiven ska införas i Sverige.
- Den nya tillsynen och regleringen av information på finansmarknaden kräver en utveckling av tillsynsverktygen för FI. För närvarande har FI inte något tekniskt system för rapportering av transaktioner som gör att FI kan leva upp till de krav som ställs bland annat på grund av kommande direktiv om investeringstjänster. Ett transaktionsanalyssystem behöver därför utvecklas. För det andra bör en förstudie göras för att undersöka om ett IT-baserat informationssökningsverktyg kan utvecklas för att söka information kring transaktioner från olika externa databaser. Syftet skulle vara att söka information från emittenter och mäklare för att se vilken information som är allmänt tillgänglig när olika affärer har genomförts.
- När det gäller tillsyn av informationsgivning kan, vad avser medierna, konflikter uppstå kring tryckfrihetslagstiftningen. Eftersom TF är grundlag råder det ingen tvekan om vilka spelregler som gäller.

Prospekt

EU-FÖRSLAG

Bolagen ska upprätta ett registreringsdokument där all information om bolaget ska finnas. Dokumentet registreras hos FI och läggs ut på FI:s hemsida och uppdatering ska sedan göras varje år. Vid emissioner och erbjudanden lämnas därefter en s.k. värdepappersnot för just det specifika erbjudandet.

21

KONSEKVENSER FÖR FI

FI ansvarar för granskning och registrering av alla prospekt, både emissions- och erbjudandeprospekt. En ny funktion för granskning inrättas för att säkerställa kvaliteten på informationen. FI kan ge ett annat organ eller värdepappersinstitut i uppdrag att utföra hela, eller delar av, granskningsarbetet.

Informationen i prospekt spelar en viktig roll för spridningen av kunskap om ett företag och dess framtidsutsikter. FI framhåller i rapporten Aktiemarknad för alla att nuvarande ordning för reglering av prospekt inte är ändamålsenlig. Det finns skäl att göra en systematisk genomgång av de olika kraven på prospekt som finns. De nya EG-direktiven gör detta möjligt.

Nuvarande regleringsstruktur i Sverige

För närvarande finns följande reglering avseende prospekt som är en blandning av lag, föreskrifter och självreglering.

- Börsprospekt ska upprättas enligt LBC inför inregistrering av aktier eller obligationer vid en börs. I Sverige kan inregistrering av aktier för närvarande endast ske på Stockholmsbörsens A-lista. Inregistrering motsvarar vad som inom EU kallas officiell notering.
- Emissionsprospekt enligt ABL ska upprättas av bolag eller dess aktieägare, vid inbjudan till förvärv av aktier i bolaget som är riktat till en "vidare krets". Enligt ett utredningsbetänkande motsvarar detta cirka 200 personer.
- Emissionsprospekt enligt LHF ska upprättas vid emission av fondpapper som är riktat till en "öppen krets". Med detta avses ett obestämt antal personer.
- Erbjudandeprospekt enligt LHF ska upprättas vid erbjudande om förvärv av finansiella instrument som är riktat till en öppen krets.
- Erbjudandeprospekt enligt NBK:s uppköpsrekommendation ska upprättas vid erbjudande om köp av utestående aktier. Det ska uppfylla de krav som ställs enligt NBK:s rekommendation om offentligt erbjudande om aktieförvärv.

- Noteringsprospekt enligt Stockholmsbörsens regler ska upprättas vid notering av aktier på O-listan. Samma regler som för A-listan gäller. Börsen kräver bl.a. att prospektet är upprättat i enlighet med NBK:s rekommendation om prospekt.
- Noteringsprospekt enligt NGM:s regler ska upprättas vid notering av aktier på derass aktielista. Prospektet ska uppfylla kraven enligt ABL och LHF.
- Prospekt för ömsesidigt godtagande. Vid börsnotering, emission eller erbjudande i flera länder inom EES kan samma prospekt användas under vissa förutsättningar. Bl.a. ska prospektet vara upprättat enligt reglerna för börsprospekt.

Den regelflora som vuxit fram kring de olika prospekttyperna är inte ändamålsenliga. Regelverket är komplext och behöver förnyas. För en bredare allmänhet är det svårt att förstå innebörden i de olika erbjudandena i prospekten.

Granskning av prospekt idag

Granskning av prospekt utförs idag av FI och Stockholmsbörsen. Dessutom genomförs vid NGM, Aktietorget och övriga intermediärer viss granskning, dock i begränsad omfattning. Granskningens inriktning och omfattning skiftar kraftigt mellan dessa.

Här bör nämnas ett problem med nuvarande ordning. FI ska enligt LHF registrera prospekt om emissioner eller erbjudanden på minst 300 000 kr och som riktar sig till en öppen krets. Vid en sådan registrering gör FI endast en granskning av formalia, d.v.s. kontrollerar att de uppgifter som enligt lag ska finnas med i ett prospekt också är med. Det förekommer att man i marknadsföring av sådana erbjudanden använder FI:s registrering som ett kvalitetsgodkännande, vilket alltså inte är fallet. Denna oklarhet är inte ändamålsenlig och kan bidra till ett minskat förtroende för värdepappersmarknaden. Det finns därför skäl att se över denna ordning.

Under 2001 granskades närmare 1.800 prospekt, inklusive s.k. warrantprospekt. Av dessa prospekt rör ca 20 bolag på Stockholmsbörsens A-lista, och granskas bara av Stockholmsbörsen. Stockholmsbörsen granskar därutöver obligationsprospekt. Övriga prospekt granskas av FI. Ett antal av de senare granskas även av de övriga ovan nämnda parterna, som ett led i deras verksamhet. Stockholmsbörsen använder sig regelmässigt av konsulter i sin granskning av prospekt för notering på A- och O-listorna.

Nya EU-regler

Det nya EG-direktivet om prospekt kan innebära genomgripande förändringar av granskningen av prospekt vid FI. Konsekvenserna är i dag svåra att exakt förutse.

Som förslaget nu ser ut innebär det följande förändringar jämfört med dagens system.

- Såväl emissions- som erbjudandeprospekt kommer att omfattas av samma krav på innehåll. Dessa krav är mer omfattande än de krav som ställs på innehållet idag.
- För de värdepapper som handlas med på en reglerad marknad (vilket i Sverige är antingen Stockholmsbörsen, NGM eller Aktietorget) blir det obligatoriskt att upprätta ett registreringsdokument. Detta ska skickas in till den ansvariga myndigheten (FI) för godkännande. Förslaget innebär att Stockholmsbörsen inte längre kan vara behörigt att granska prospekt.
- Under förhandlingen i EU:s ministerråd av detta förslag framkom att ansvarig myndighet ska kunna delegera arbetet med granskning av prospekten till ett annat organ, t.ex. en marknadsplats.
- Den behöriga myndigheten ska ha ett antal befogenheter. Den myndighet som har tagit emot en ansökan om godkännande av ett prospekt bör åtminstone ha befogenhet att genomföra inspektioner hos emittenten, stoppa ett erbjudande till allmänheten och stoppa annonsering etc.

23

Konsekvenser för FI

Granskningen av prospekt som vänder sig till allmänheten bör utvidgas till att inte endast omfatta formalia utan också rimligheten i de ekonomiska antagandena och prognoserna så att prospekten håller en godtagbar minimistandard.

FI kan med de nya prospektreglerna (såsom de är utformade idag) uppdra, eller delegera, åt någon annan att granska och även godkänna prospekt. Först och främst är det de olika marknadsplatserna Stockholmsbörsen, NGM och Aktietorget som kan komma i fråga för denna uppgift. Delegeringen ska omfatta alla uppgifter som följer av att ha ansvar för prospektgranskning. Det betyder att varje marknadsplats kan ta på sig granskningen av sina ”egna” bolag.

För att FI ska kunna leva upp till de grundläggande kraven för granskning av prospekt måste FI skaffa sig kompetens och resurser på området. Detta oavsett om granskning ska ske i FI:s regi, eller genom att FI engagerar utomstående experter på området. Stockholmsbörsen skulle också kunna spela en roll i sammanhanget.

Enligt direktivförslaget kommer FI ha rätt att besluta om administrativa sanktioner vid överträdelser av reglerna. FI bör i framtiden ansvara för granskning och registrering av alla prospekt, både emissions- och erbjudandeprospekt. En ny funktion bör inrättas på FI. Denna ska säkerställa kvaliteten i prospekten. FI kan utnyttja Stockholmsbörsen för att granska prospekt som noteras där. För övriga prospekt höjer FI kvalitetskraven genom att låta revisorer granska dem.

Redovisning

EU-FÖRSLAG

EU kommer att införliva den internationella redovisningsstandard (IFRS) som beslutas av International Accounting Standards Board (IASB) i EG-rätten genom en förordning. Därigenom blir dessa regler direkt tillämpliga i Sverige.

KONSEKVENSER FÖR FI

FI:s föreskrifter på redovisningsområdet måste radikalt förändras för att överensstämja med den kommande EG-förordningen. FI får ansvar för de noterade bolagens informationsgivning, bl.a. årsredovisningar, delårsrapporter m.m. Detta är ett nytt tillsynsområde. Redovisningsrådet bör få rollen av ett självregleringsorgan under FI.

Den svenska redovisningsnormeringen har relativt nyligen varit föremål för översyn. De nya direktiven påverkar såväl innehåll i redovisningsregleringen som de institutionella betingelserna. Det blir därför nödvändigt att på nytt se över denna fråga.

Nuvarande reglerings- och tillsynsstruktur

De grundläggande redovisningsreglerna läggs fast i Årsredovisningslagen. De myndigheter som har ansvar för redovisningsnormering i Sverige är Bokföringsnämnden och FI.

Inom det finansiella området utfärdar FI föreskrifter och allmänna råd medan Bokföringsnämnden svarar för utfärdandet av regler för icke noterade bolag. Den nuvarande svenska modellen för redovisningsnormering är således baserad på en arbetsfördelning mellan FI och Bokföringsnämnden enligt följande.

- FI meddelar redovisningsföreskrifter för finansiella företag. FI ansvarar också för att utveckla god redovisningssed i dessa företagen i den utsträckning det krävs.
- Bokföringsnämnden har huvudansvaret för den kompletterande normgivningen.

För bolag noterade på Stockholmsbörsen svarar Redovisningsrådet för utfärdandet av rekommendationer. För tolkning och precisering av dessa regler har Redovisningsrådet upprättat en s.k. akutgrupp.

Nya EU-regler

IASB har som uppgift att ta fram enhetliga globala redovisningsstandarder för företag som är noterade. Enligt det förslag till förordning som EU-kommissionen nu utarbetar ska vissa företag inom EU fr.o.m. år 2005, i sina koncernredovisningar, tillämpa de internationella redovisningsstandarderna

(IFRS). Detta föreslås gälla för europeiska företag vars värdepapper är noterade på en reglerad marknad i EU.

Den grundläggande tanken är att göra koncernredovisningarna, i de företag som omfattas av förordningen, jämförbara oberoende av deras nationalitet. För att detta ska vara möjligt räcker det inte att företag upprättar koncernredovisningarna enligt enhetliga, och av EU godkända redovisningsstandarder (godkännandemekanismen). Det är även nödvändigt att redovisningsstandarderna tolkas och tillämpas på samma sätt i alla länder.

25

Utrymmet för bolagen, revisorerna och de nationella normeringsorganen att göra egna tolkningar behöver enligt kommissionen minimeras. Revisorerna kommer i likhet med tidigare kontrollera att redovisningarna är upprättade enligt gällande standarder. För att därutöver säkerställa att redovisningarna upprättas enhetligt inom EU, föreslår kommissionen att en utökad tillsyn införs (tillsynsmekanismen).

Godkännande

Införandet av IFRS-standarder i EG-lagstiftningen är tänkt att ske genom att man arbetar fram en tudelad godkännandemekanism. Denna innebär att en teknisk granskning av varje ingående standard för europeiskt bruk kommer att göras, följt av ett politiskt godkännande. Den tekniska granskningen av standarder kommer att utföras av en privaträttslig organisation vid namn (EFRAG). Efter det att de gjort en teknisk bedömning kommer ett utlåtande att skickas till Accounting Regulatory Committee (ARC), som fattar det formella beslutet att standarden godkänns för tillämpning inom EU.

Tillsyn

Vid införandet av en tillsynsmekanism kommer ansvaret för tillsynen att ligga på nationell nivå. Kommissionen fäster stor vikt vid att den externa tillsynen är avsedd att skydda investerarna. Tillsynsmyndigheterna inom värdepappersområdet har därmed en viktig roll att fylla -garanterar att de företag som omfattas av förordningen uppfyller uppställda redovisningskrav.

Kommissionen noterar att tillsynsmyndigheterna, genom EVTK, kan utveckla och införa en gemensam syn på hur kontrollen ska utföras. EVTK har bildat en permanent underkommitté, som kommer att arbeta fram riktlinjer för hur tillsynen ska bedrivas på bl.a. redovisningsområdet.

Synergieffekter i tillsynen

Det finns anledning att ta hänsyn till de kopplingar som finns mellan tillsynen av prospekt och tillsynen av koncernredovisningar. Den som ansvarar för att tillsynen av ett företags koncernredovisning är upprättat enligt vissa redovisningsstandarder samlar på sig detaljkunskaper om företaget. En kunskap som är till stor nytta vid en senare granskning av prospekt som samma företag ger ut.

På motsvarande sätt kommer den som ansvarar för granskningen av den finansiella informationen i prospekten att göra erfarenheter om enskilda bolag. Något som sedan är till stor nytta när det sedan gäller tillsynen av hur IFRS tillämpas i bolagets koncernredovisning. Det är uppenbart att man kan uppnå stor samverkan i tillsynen genom att hantera dessa uppgifter på sam-

ma ställe. Ur ett företagsperspektiv bör det vara en fördel att ha endast en kontakt i dessa frågor.

Befogenheter

Till de frågeställningar som måste besvaras vid inrättande av en tillsyn enligt kommissionens förslag hör bl.a. följande.

- Vilka möjligheter, och vilka befogenheter, måste en sådan myndighet ha för att kunna utföra sitt uppdrag?
- Vilka sanktioner ska finnas inom systemet?
- Vem beslutar om sanktioner?
- Vilka kvalitetskontroller ska finnas inbyggda?
- Vilka generella riktlinjer behövs för hur tillsynen ska utföras?

Europapass

Liksom på prospektsidan föreslås att man kan kräva ett "europapass" från tillsynsprocessen. Annars skulle det kunna krävas flera myndigheters granskning av samma information för de företag som är listade på flera börser. Bland de principfrågor som kommer att diskuteras i EVTK:s fortsatta arbete är i vilket land som granskningen ska göras. Här verkar principen om hemlandstillsyn ligga närmast tillhands.

Konsekvenser för FI

Den nya strukturen för normering och tillsyn av redovisning inom EU påverkar den modell som etablerats i Sverige.

På tillsynsområdet utövar Stockholmsbörsen tillsyn över de noterade företagen medan FI utövar tillsyn över de finansiella företagen samt över börser. Genom att fram en gemensam redovisningsnorm inom EU, med en direktverkande förordning som inbegriper IFRS, skapas helt nya förutsättningar för reglering och tillsyn. Till detta kommer att det fr.o.m. 2005 ska finnas en behörig myndighet som ansvarar för tillsynen av företagens tillämpning av IFRS.

Enligt den princip som nu genomförs kommer FI att vara behörig myndighet även på redovisningsområdet. Detta förhindrar inte att FI kan komma att involvera andra organ i detta tillsynsarbete. FI anser här att det finns skäl att pröva vilken roll som "Föreningen för utvecklande av god redovisningssed" kan komma att ha.

Förutsättningarna för en sådan arbetsfördelning är att ett samarbete etableras där man kan fastställa ansvars- och arbetsfördelningen samt kvalitetsgarantier och sanktionsmöjligheter m.m. Detta under förutsättning att FI kan leva upp till det ansvar och de åtaganden som ska gälla enligt EVTK:s riktlinjer.

Marknadsmissbruk

EU-FÖRSLAG

EU får ett nytt direktiv om marknadsmissbruk. Det innehåller två delar, insiderhandel och marknadsmanipulation. De nya reglerna gäller även den handel som sker utanför värdepappersmarknaden, och som idag inte omfattas av den svenska insiderstrafflagen.

27

KONSEKVENSER FÖR FI

De nya bestämmelserna riktar sig mot både individer och företag. Området för otillåten insiderhandel utvidgas och direktivet ställer högre krav på samverkan mellan myndigheter.

Undersökningsverksamheten förbättras genom att frågerätten utökas och FI ges fler möjligheter som t ex att frysa finansiella tillgångar. Omfattningen på FI:s undersökningsverksamhet ökas genom att inte bara insiderbrott ska undersökas utan också ett antal andra förseelser som sanktioneras av de nya EG-direktiven. Möjligheten att snabbt sanktionera beteenden med sanktionsavgifter öppnas som en möjlighet för FI.

Överväganden

Frågorna kring insiderbeteenden på aktiemarknaderna handlar om informationsspridning och uppträdande på finansmarknaderna. Ett skäl bakom regleringen av värdepappersmarknaden är målet att verka för effektivitet på finansmarknaderna. Utgångspunkten här är att det finns samhälleliga vinster av att informationen sprids på ett korrekt sätt. Insiderbrott är typiskt sett något som inträffar i en situation när informationseffektivitet inte råder och där informationen är ojämnt fördelad.

Olaglig insiderhandel medför en ökad risk för att riskpremierna stiger och att förtroendet för marknaderna sjunker. Den debatt som förts i Sverige under senare år visar betydelsen av att ta dessa frågor på allvar och att åtgärder sätts in för att behålla och stärka förtroendet för marknaden. Detta är ett viktigt långsiktigt projekt som kräver stora insatser.

Krav på att sprida information från emittenter, och krav på att offentliggöra transaktioner, är viktiga medel för att motverka insiderbrott. Viss information finns allmänt tillgänglig genom att vissa ledande befattningshavare ska anmäla sitt och närståendes innehav till FI. Därutöver har lagstiftaren fastställt straffrättsliga regler i insiderstrafflagen. De verktyg som samhället förfogar över är:

- Lagstiftning och tillsyn för att säkerställa en sund utveckling på värdepappersmarknaden.
- Regler om informationsspridning till aktiemarknaden.
- Straffrättsliga sanktioner och en specialiserad åklagarmyndighet (EBM).

De närmaste åren kommer tillsynen av värdepappersmarknaden att influeras av Lamfalussy-rapportens förslag till hur EU kan förbättra tillsyn och reglering av värdepappershandeln. De nya EG-direktiven som ska införas ger en strategisk möjlighet att stärka förtroendet för marknaden.

Marknadstillsynen och marknadsövervakning idag

De senaste årens diskussion kring insiderbeteenden har ofta handlat om hur olika aktörer uppträtt. Det har funnits beteenden eller uppträdanden som varit direkt olämpliga, men som inte är brottsliga. Dessa händelser kan dock vara skadliga för allmänhetens förtroende för marknaden..

Den rättsliga grunden i Sverige för hur aktörerna ska uppföra sig är lagen om värdepappersrörelse. Här formuleras den s.k. sundhetsregeln. Den klargör att institutet ska bedriva sin rörelse så att "allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden inte otillbörligen äventyras, samt i övrigt så att rörelsen kan anses sund".

Vidare tas här upp ett antal förhållningsregler, som tar sikte på institutens relation till kunderna. Dessa uppföranderegler handlar om institutens kvalitet och uppförande, t ex ärlighet, skicklighet, omsorg, skyndsamhet etc.

Det kan noteras att motsvarande krav på sund verksamhet finns för börser och auktoriserade marknadsplatser i LBC.

Tillsynen av värdepappersmarknaden är för FI en mycket vidare uppgift än att utreda brott. Den kanske viktigaste åtgärden för att komma till rätta med olämpliga, eller olagliga, beteenden är den förebyggande verksamheten.

Tillsynen innebär att FI kontrollerar att handeln på värdepappersmarknaden inte sker i strid med lagen. FI har tillsyn över den handel som sker såväl på som utanför värdepappersmarknaden. I tillsynen ingår också att följa aktuella händelser, nyheter och annan information. FI kan då snabbt reagera när det finns indikationer på att regelöverträdelser ägt rum.

Personer med insynsställning

Personer som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag får inte göra korttidsaffärer i det egna bolagets aktier. FI är den myndighet som ser till att bestämmelserna följs.

Den som har insynsställning i ett aktiemarknadsbolag ska till FI skriftligen anmäla sitt innehav av aktier i bolaget samt ändringar i innehavet. Även aktiemarknadsbolag som innehar egna aktier omfattas av bestämmelserna.

FI ska genom automatisk databehandling föra, eller låta föra, ett insynsregister över anmälningar. Uppgifterna ska sparas i tio år och registret ska vara offentligt.

Frågerätt

Som ett stöd i utredningsarbetet har FI fått s.k. frågerätt som regleras i lag. Frågerätten ger FI rätt att från företag, andra myndigheter m.fl. få de uppgif-

ter som behövs för att utöva tillsyn. Frågor till institut utomlands ställs till respektive lands tillsynsmyndighet. Från dessa begär FI sedan assistans med att hämta in begärd information.

Utöver denna information behöver FI också annan information, men av sådant slag som inte täcks in av frågerätten i dess nuvarande betydelse. Ett exempel är när bolag A vidtar åtgärder som påverkar kursen på bolaget B:s aktie. Frågerätt saknas då mot A. Om inte A frivilligt tillhandahåller den efterfrågade informationen saknar FI möjlighet att bedriva sin tillsyn.

Nya EU-regler

Begreppet marknadsmissbruk innehåller enligt det nya direktivet två kategorier överträdelser: marknadsmanipulation och insiderhandel.

Marknadsmanipulation

Marknadsmanipulation innefattar det nuvarande svenska begreppet otillbörlig kurspåverkan. Emellertid är begreppet vidare än vad som faller under denna rubricering.

Med marknadsmanipulation avses:

- Handel, eller order att handla, som ger falsk eller missvisande signaler i handeln.
- Handel, eller order att handla, som är fiktiv eller påhittad eller annars bedräglig.
- Spridning av information genom massmedia, Internet eller genom andra medier som därmed ger falska eller felaktiga signaler om ett finansiellt instrument.

Det nya direktivet syftar till att täppa till luckor i EG-lagstiftningen. Direktiven avser bristande regelgivning vad gäller felaktigt uppförande på marknaden.

I det nya direktivet stadgas att tillsynsmyndigheterna själva, eller i samarbete, ska ha rätt att göra följande:

- Få ta del av alla relevanta dokument.
- Kräva information från vem som helst.
- Utföra inspektioner på plats.
- Kräva att få ta del av existerande listor över telefon- och datatrafik.
- Hindra agerande som strider mot direktiven.
- Stoppa handel med finansiella instrument.
- Kräva att tillgångar fryses.
- Kräva tillfälligt stopp i en rörelsedrivande verksamhet.

Vidare ska en tillsynsmyndighet, som upptäcker att en person i en annan medlemsstat har brutit mot direktivet, informera myndigheten i det aktuella landet. Krav kan då ställas på att utbyta information och biträda i utredning.

En tillsynsmyndighet ska också kunna kräva att en systemmyndighet i annat EU-land genomför en utredning. I sådana utredningar kan den myndighet som kräver utredning låta egen personal delta.

Insiderbrott

Direktivet om marknadsmissbruk kommer inte att påverka de svenska bestämmelserna om insiderbrott i något dramatiskt avseende. På en viktig punkt kommer dock en förändring sannolikt att ske.

Enligt nuvarande svensk lagstiftning för insiderbrott är ett krav att handeln med finansiella instrument ska ha skett på värdepappersmarknaden. I förslaget till direktiv saknas detta krav. I stället räcker det att handeln har skett med finansiella instrument, som är godkända i minst en medlemsstat, för handel på en reglerad marknad eller där emittenten beslutat att ansöka om tillstånd för sådan handel.

Med största sannolikhet innebär detta att handelsförbudet i framtiden kommer att utsträckas och också gälla utanför värdepappersmarknaden, d.v.s. fler personer kommer att omfattas av handelsförbudet. Det betyder att fler personer kommer att bli föremål för FI:s utredningar.

Konsekvenser för FI

FI ska utveckla ett komplement till straffrättsliga sanktioner, men också kunna besluta om administrativa sanktioner. De nya EG-direktiven innebär när de ska införlivas i svensk rätt att möjlighet skapas att effektivisera marknadstillsyn och marknadsövervakning av värdepappersmarknaden.

FI har tidigare med EBM aktualiserat en rad förslag till förbättringar inom detta område i samband med att insiderlagstiftningen setts över under senare år. I samband därmed föreslog bägge myndigheterna införande av sanktionsavgifter som ett komplement till en straffrättslig påföljd vid misstanke om insiderbrott.

De nya EG-direktiven öppnar nu upp för ett sådant system vilket skulle kunna förbättra marknadstillsynen och effektiviteten i sanktionssystemen.

Införandet av direktiven innebär för FI följande.

- Undersökningsverksamheten kan förbättras genom att frågerätten utökas och ges fler möjligheter som t ex att frysa finansiella tillgångar. För att omsätta detta i praktiken behöver formerna för samverkan mellan FI och EBM utvecklas ytterligare.
- Omfattningen på FI:s undersökningsverksamhet ökas genom att inte bara insiderbrott ska undersökas utan också ett antal andra förseelser som sanktioneras av de nya EG-direktiven. Större krav på undersökningstimer i tillsynen ställs således.
- Möjligheten att snabbt sanktionera beteenden med sanktionsavgifter öppnas. De organisatoriska och administrativa formerna för att utdöma sådana sanktionsavgifter måste nu utvecklas.

Börs och clearing

EU-FÖRSLAG

Marknadsplatser och clearingorganisationer får en central roll på den integrerade europeiska värdepappersmarknaden. Inom detta område förbereds också nya EG-direktiv om alternativa handelssystem. Diskussioner pågår också om nya och fördjupade krav på clearingorganisationer.

KONSEKVENSER FÖR FI

De samlade riskbedömningarna som FI ska göra på Stockholmsbörsen, VPC och Bankgirocentralen ställer ökade krav på FI:s kompetens inom området. FI:s tillsyn över dessa behöver därför förstärkas avsevärt. Särskilt bör regelverket för clearing skärpas för att verksamheten ska leva upp till internationell standard.

31

FI utöver tillsyn av börser, clearingorganisationer samt auktoriserade marknadsplatser och värdepappersbolag som organiserar handel. I den senare kategorin ingår även så kallade alternativa handelssystem (ATS).

Nedan beskrivs olika tillsynsområden inom börs och clearing, och hur tillsynen påverkas.

Nuvarande tillsyn

Finansiell ställning

Börser och clearingorganisationer ska, med hänsyn till verksamhetens art och omfattning, ha ett aktiekapital som är tillräckligt stort. Vid bedömning av om det finns tillräckligt aktiekapital ska man ta hänsyn till andra finansiella resurser som institutet har eller kan utnyttja. Denna frågeställning ska tas upp i institutens ansökan om tillstånd att bedriva börs- eller clearingverksamhet.

FI ska löpande kontrollera institutens finansiella ställning. Detta sker genom löpande tillsynsmöten och ska även ske genom en reguljär tillsynsrapportering till FI. FI ska utveckla en modell för kvartalsvis rapportering.

System respektive kapacitet

Börs- och clearingverksamhet är starkt beroende av fungerande tekniska system. Därför måste man bestämma vilka funktioner som minst ska finnas i systemen. Exempelvis om man har tillräcklig kapacitet, dels för att ta hand om förväntade volymer, dels möta en oväntat ökad belastning på systemen.

FI utvärderar företagens system på egen hand, eller med hjälp av konsulter. Detta sker främst i samband med större förändringar i systemen. Vidare kontrolleras att systemen har tillräcklig kapacitet och tillgänglighet, samt att övervakningen av driften är organiserad på ett tillfredställande sätt.

Information om det tekniska systemet och utnyttjande av kapaciteten ska lämnas regelbundet till FI. Denna information ska avse bl.a. förändringar i systemen samt statistik om driftstörningar.

Regelefterlevnad

FI kontrollerar att börser och marknadsplatser, samt dess medlemmar och emittenter, följer olika avtal. I tillsynen ingår dessutom en uppföljning av marknadsövervakningen vid börser och marknadsplatser.

Avgiftssättning

FI följer hur avgifterna sätts utifrån de lagkrav som finns. Syftet är att bevakat att börser och clearingorganisationer inte tar ut oskäligen avgifter av medlemmarna. Denna uppföljning sker i samband med bokslutsarbetet i företagen.

Organisation

FI kartlägger och dokumenterar företagens organisation, såväl rättsligt som funktionellt.

Riskhantering

FI kartlägger och utvärderar företagens riskhanteringssystem. För Stockholmsbörsen, VPC och BGC görs en årlig bedömning.

Det ingår också att kontrollera att systemen utför erforderliga beräkningar på rätt sätt och att de tekniska systemen producerar uppgifter som på ett korrekt sätt återspeglar företagens riskexponering.

Nya EU-regler

Alternativa handelssystem

EVTK har identifierat ett trettiotal olika alternativa handelssystem, ATS, inom EES. Ett exempel är det, numera nedlagda, handelssystemet VPX.

Utvecklingen av alternativa handelssystem runt om i världen har tagit fart i och med den ökade användningen av Internet. Även i Sverige har allmänheten erbjudits att handla, med bl.a. onoterade aktier, över Internet. Dessa handelssystem skapar alltså möjligheter att handla med aktier på ett enkelt sätt.

EVTK har mot bakgrund av den ökande förekomsten av ATS tagit fram vissa riktlinjer för hur reglering och tillsyn av ATS bör utformas. Ett alternativt handelssystem bör t.ex. ha regler om:

- orderläggning,
- öppenhet och insyn,
- krav på rapportering, för att kunna övervaka att bl.a. uppförandereglerna efterlevs och
- rutiner som gör det möjligt att upptäcka marknadsmissbruk.

Inom EU pågår ett arbete med att modernisera direktivet om investerings-tjänster (ISD) och kommissionen har offentliggjort ett förslag för synpunkter.

Clearing och avveckling

I Sverige är det VPC som har det clearing- och avvecklingssystem som används i avistahandeln, med både aktier och obligationer. Clearing och avveckling i derivathandeln sker främst på Stockholmsbörsen.

Det finns internationella rekommendationer för avvecklingssystem inom värdepappershandeln.

Inom EU bereds nu frågan om dessa rekommendationer inom i en särskild arbetsgrupp som samverkar med ECB. En specifik EU-reglering är att vänta.

Konsekvenser för FI

Frågan om nya handelssystem är strukturellt viktig inte minst mot bakgrund av utvecklingen inom Internet. Därför bör FI noga följa den internationella normgivningen inom detta område.

Inom området clearing och settlement är ett antal nya initiativ på väg. Det gäller dels frågan om säkerhet i avveckling av värdepappersaffärer, dels frågan om hur nya handelssystem framdrivna av den tekniska utvecklingen ska integreras i regelverket.

FI bör övervaka att de svenska clearing- och avvecklingssystemen uppfyller internationell standard på området. FI:s tillsyn på detta område bör förstärkas och regelverket bör uppdateras. FI har möjlighet att föreskriva om vilka krav på säkerhet som en clearingorganisation ska ställa på de som deltar i clearing.

Uppföranderegler

EU-FÖRSLAG

Ett nytt direktiv om investeringstjänster förbereds. Det innehåller nya regler om hur värdepappersföretag ska uppföra sig mot kunderna. Exempelvis planeras nya regler om telefonförsäljning av ”förmånliga investeringar” och andra finansiella produkter.

KONSEKVENSER FÖR FI

För FI ökar betydelsen av tillsyn av företagens uppförande. FI:s regler kräver därför en genomgripande omarbetning och uppdatering. En annan viktig förändring är att FI får ansvaret för EU-företagens filialer i Sverige, såvitt gäller uppföranderegler.

I FI:s marknadstillsyn ligger också ansvaret för tillsyn av att värdepappersföretag följer de uppföranderegler som gäller på värdepappersmarknaden. Enligt dessa ska ett värdepappersföretag

- i sin verksamhet handla på ett ärligt och rättvist sätt,
- handla med erforderlig skicklighet, omsorg och skyndsamhet,
- inneha och effektivt använda sådana resurser och rutiner som behövs, för att rörelsen ska kunna bedrivas på ett riktigt sätt,
- inhämta uppgifter från sina kunder om deras ekonomiska situation, erfarenhet av värdepappersmarknaden och syftet med de tjänster de efterfrågar,
- vid sina kontakter med kunder lämna tillräcklig information om sådana omständigheter som är väsentliga,
- undvika intressekonflikter och, om sådana inträffar, se till att kunderna behandlas rättvist och
- i övrigt följa de regler som gäller för verksamheten.

Lagtexten överensstämmer med delar av direktivet om investeringstjänster.

Tillsynen i Sverige idag

FI har ansvar för att tillsynen av företagen följer de uppföranderegler som finns på värdepappersmarknaden. Idag sker granskningen av uppförande i form av undersökningar mot vissa riktade områden. Undersökningarna kan utföras som platsundersökningar eller som s.k. skrivbordsundersökningar. Exempelvis har undersökningar nyligen utförts av företagens klagomåls- hantering och hantering av etiska riktlinjer..

Nya EU-regler

Ett förslag till ett nytt direktiv om investeringstjänster bereds för närvarande av kommissionen och beräknas bli klart under 2002. I det förslag som redan har delgetts finns flera nya uppföranderegler som kommer att påverka FI:s tillsynsarbete.

Bland förslagen kan nämnas följande nyheter.

- De existerande uppförandereglerna utökas.
- Ansvar för tillsynen av uppföranderegler för filialer läggs enbart på värdlandsmyndigheten.
- Nya bestämmelser om reglerade marknader införs.

Inom EVTK bedrivs ett omfattande arbete med samordning av uppförandereglerna. Detta arbete beräknas kunna antas i mars 2002.

Konsekvenser för FI

Hur det nya direktivet om investeringstjänster kommer att påverka FI är svårt att bedöma eftersom arbetet är i ett inledande skede. Om förslaget går igenom kommer det att innebära avsevärt utökade regler, och ett ökat ansvar för FI.

Förändringen vad gäller filialtillsyn ställer ökade krav på FI att utöva en aktiv tillsyn över dessa. (Detta mot bakgrund av att principen om hemlands-tillsyn ersätts av dessa nya regler)

Vad gäller frågor som relaterade till skydd av investerarna så aktualiserar detta frågan om en anpassning av gränsdragningen mellan FI och Konsumentverket till det nya direktivet.

Sanktioner

EU-FÖRSLAG

I det nya direktivet om marknadsmissbruk fastslås att tillsynsmyndigheterna ska kunna:

- Stoppa handel med finansiella instrument.
- Kräva att tillgångar fryses.
- Vidta lämpliga administrativa sanktioner.

När det gäller prospekt ska tillsynsmyndigheten som påföljd kunna stoppa erbjudande till allmänheten, samt stoppa annonsering.

KONSEKVENSER FÖR FI

Tillsynsområdet vidgas samtidigt som möjligheterna att vidta sanktioner förbättras. Detta kräver att verktyg och metoder måste utvecklas vid FI.

Framtida EG-direktiv kommer att påverka de sanktionsinstrument som FI som förfogar över. Denna förändring ligger i linje med de synpunkter som både FI och EBM tidigare framfört till regeringen.

En viktig del i lagstiftningen på det finansiella området är att beivra regelöverträdelse. De nya EG-direktiven innehåller viktiga nya möjligheter för FI i detta avseende.

Nuvarande sanktioner

Återkallat tillstånd och varning

Om ett värdepappersföretag inte lever upp till de förutsättningar som krävs för tillståndet kan FI återkalla detta. Om det anses tillräckligt (om företaget vidtar rättställande åtgärder) kan FI i stället besluta om varning.

Det nuvarande sanktionssystemet har av FI ansetts inte vara tillräckligt utan FI har ett flertal gånger framhållit att ett vidare register av sanktioner är av vikt. Frågan om sanktioner har senast behandlats av Banklagskommitten. I sitt huvudbetänkande har den föreslagit att det införs fler möjligheter att ingripa mot banker. Kommitténs förslag, som FI ställt sig positiv till, borde kunna tillämpas även på värdepappersföretag.

Förbjuda verkställighet

Ett ingripande, som formellt sett inte är en sanktion, är FI:s möjlighet att förhindra att ett värdepappersföretag verkställer ett beslut. Om företaget redan har verkställt beslutet så kan FI förelägga det att göra rättelse, om så är möjligt.

Förbjuda handel på olämplig marknad

FI kan hindra värdepappersföretag från att handla på vissa marknader. Om ett företag deltar i handel på en marknad, som med hänsyn till reglerna för eller tillsynen över marknaden, framstår som uppenbart olämplig så får FI förelägga företaget att upphöra med handeln. Denna bestämmelse skulle kunna åberopas för att förhindra att värdepappersföretag erbjuder sina kunder handel på s.k. inofficiella marknader, som i Sverige kan bedömas vara osunda.

FI har här möjlighet att förbjuda, såväl fysiska som juridiska, personer som deltar i handeln med finansiella instrument att upphöra med det. Det är om handeln bedrivs på ett sådant sätt att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden inte kan upprätthållas, eller att enskildas kapitalinsatser äventyras på ett olämpligt sätt. Detta ger FI möjlighet att stoppa osunda beteenden.

Vite

FI har möjlighet att förelägga vite om FI har meddelat förbud eller föreläggande, med stöd av respektive lag.

Särskild avgift

FI har rätt att utdöma sanktionsavgifter eller s.k. särskilda avgifter i vissa begränsade fall. Dessa är följande.

- Vid överträdelser av förbudet mot korttidshandel ska en särskild avgift beslutas av FI. Den särskilda avgiften ska beräknas till 90 procent av skillnaden mellan förvärvs- och avyttringspriset, dock lägst 15 000 kronor och högst 350 000 kronor.
- FI övervakar bestämmelserna om anmälningsskyldighet för personer med insynsställning. Vid överträdelse av dessa ska FI besluta om en särskild avgift. Denna är 10 procent av vederlaget för aktierna, dock lägst 15 000 kronor och högst 350 000 kronor.

FI:s beslut kan överklagas till länsrätten och, efter prövningstillstånd, till kammarrätten.

Nya EU-regler***Marknadsmissbruk***

I förslaget till direktiv om marknadsmissbruk stadgas att varje medlemsstat ska utse en myndighet med befogenhet att övervaka tillämpningen av bestämmelserna. Medlemsstaterna ska införa straffrättsliga och administrativa sanktioner för överträdelser av bestämmelserna. Sanktionerna ska vara effektiva, proportionerliga och avhållande.

I det nya direktivet stadgas att tillsynsmyndigheterna själva eller i samarbete med andra tillsynsorgan ska ha rätt att göra följande:

- Hindra agerande som strider mot direktiven.
- Stoppa handel med finansiella instrument.
- Kräva att tillgångar fryses.
- Kräva tillfälligt stopp i en rörelsedrivande verksamhet.

I det aktuella förslaget sägs också att medlemsstaterna, i enlighet med nationell lag, ska garantera att lämpliga sanktioner kan beslutas mot personer (som inte uppfyller de krav som införts med direktivet).

Prospekt

Den ansvariga myndigheten, som har tagit emot ansökan om godkännande av prospekt, ska ha befogenhet att som ett led i sin tillsyn genomföra inspektioner hos emittenten. Som påföljd om emittenter inte följer bestämmelserna ska tillsynsmyndigheten kunna stoppa erbjudande till allmänheten samt stoppa annonsering etc.

Redovisning

Tillsynsmyndigheterna inom värdepappersområdet ska tillförsäkra att de listade bolagen uppfyller uppställda redovisningskrav. EU-kommissionen anger att tillsynsmyndigheterna kan utveckla och implementera en gemensam syn på hur tillsynen ska utföras. Detta kommer under de kommande åren att påverka FI:s verksamhet.

Uppförande och investerarskydd

Tillsynsmyndigheterna ska ha befogenhet att tillfälligt eller permanent återkalla tillstånd att driva värdepappersrörelse om företaget inte följer vissa krav, exempelvis på en sund ledning.

Konsekvenser för FI

Marknadsmisbruk

Förslaget innebär att det svenska sanktionssystemet för marknadsmisbruk måste revideras, samt att FI:s tillsynsområde utvidgas och att myndigheten erhåller utökade befogenheter.

I dagsläget är det svårt att bedöma vilka effekter direktivet kommer att få på FI:s verksamhet. Förslaget preciserar inte typ av administrativ sanktion, inte heller vilken typ av överträdelser som ska beivras. Frågor kring rättssäkerhet och effektivitet måste naturligtvis övervägas.

Införandet av möjligheten att utdöma sanktionsavgifter kan förbättra möjligheten att effektivisera sanktionsinstrumentet när det gäller denna typ av överträdelser. FI och EBM har redan tidigare begärt att regeringen utreder denna möjlighet, som ett komplement till ett straffrättsligt förfarande. Genom en sådan möjlighet skulle tiden mellan brott och påföljd avsevärt kunna kortas, vilket skulle stärka allmänhetens förtroendet för tillsyn och reglering av värdepappersmarknaden.

Av rättssäkerhetsskäl bör man särskilt beakta att den utredande och den dömande verksamheten hålls åtskilda. Om FI ska utdöma sanktionsavgifter i ett vidare fält måste FI:s organisation ändras så att rättmätiga krav på rättssäkerhet kan tillgodoses.

Prospekt

FI:s sanktionsmedel inom denna del av verksamheten behöver breddas. Detta reser frågor om gränsdragningen mellan FI och marknadsplatserna. FI:s bedömning är att detta kan hanteras och att de utökade sanktionsmöjligheterna inom området är nödvändiga – om FI:s tillsynsansvar vidgas.

Mot denna bakgrund bör FI ha befogenhet att genomföra inspektioner hos emittenten. Som påföljd ska tillsynsmyndigheten kunna stoppa erbjudande till allmänheten samt stoppa annonsering etc.

39

Redovisning

Efterföljandet av redovisningsreglerna är centrala för att marknaden ska kunna få korrekt och tillförlitlig information om ett listat bolags ekonomiska och finansiella ställning. I den mån ett bolag bryter mot redovisningsreglerna är detta ett förhållande som menligt påverkar förutsättningarna för att bolaget ska vara listat och noterat för handel för allmänheten.

De nya direktiven ställer ökade krav på FI att säkerställa att bolagen efterföljer redovisningsreglerna. Om så inte är fallet kommer FI i första hand att följa upp att marknadsplatserna vidtar sanktioner mot emittenter som bryter mot redovisningsreglerna. Detta kan ske genom att föra upp bolag på observationslista eller att avnotera bolag. I den mån detta inte sker kan FI ställa krav på sådan åtgärd.

Uppförande och investerarskydd

Det nya förslaget att FI tillfälligt ska kunna återkalla tillstånd att driva värdepappersrörelse kommer, om det genomförs, att förbättra FI:s sanktionsmöjligheter för överträdelse som i och för sig är av allvarlig art men där det skulle få för vittgående följder att återkalla tillståndet permanent.

Bilaga

41

En modell med självreglering

43

Självreglering kan vara ett värdefullt komplement till tillsyn i en traditionell offentlig myndighetsmodell. Det finns olika modeller av självreglering. När Sverige nu överväger en ny regleringsmodell inom ramen för den reglering som föreslås i ett antal EU-direktiv för den europeiska värdepappersmarknaden, bör utgångspunkten vara en reglering som uppfyller internationell "best practice".

Utgångspunkter för statlig översyn

IOSCO har i sina principer för reglering av värdepappersmarknader behandlat frågan om samspelet mellan myndigheter och självregleringen. Den s.k. SRO-kommittén inom IOSCO har därutöver ställt upp ett antal principer för en effektiv självreglering. Dessa principer är den centrala utgångspunkten för FI:s framtida relation med självreglerande organisationer s.k. SRO.

En svensk reglering enligt IOSCO:s principer skulle kunna få följande utformning:

I de flesta länder är det vanligt att SRO är skilt från den statliga tillsynsmyndigheten. Emellertid ställs vanligen SRO under statlig översyn och auktorisation. En svensk tillämpning av IOSCO:s principer skulle vara att SRO bör godkännas av FI och därmed stå under viss kontroll.

FI ska ha möjlighet att själv genomföra undersökningar i frågor som påverkar investerarna på marknaden.

Om en SRO inte har tillräcklig behörighet att utreda eller ta hand om ett visst olämpligt uppträdande, eller om intressekonflikter gör det nödvändigt, ska FI ta över ansvaret för en utredning som SRO bedriver. Det är viktigt att tillförsäkra att löpande information från SRO till FI utformas så att dessa frågor kan upptäckas på ett tidigt stadium.

SRO ska, när det gäller sekretess och formell handläggning, ha samma krav på sig som en myndighet.

Ett ytterligare krav på SRO är att den, när den utför sina uppgifter, ska agera i det allmännas intresse.

FI kan mot denna bakgrund komma att ställa följande krav på SRO:

- 1) SRO ska ha resurser och kapacitet för att kunna utföra sin uppgift att utforma egna regler och att kontrollera att medlemmarna och anslutna personer följer såväl lagar, förordningar som de egna reglerna.
- 2) SRO ska behandla alla medlemmar/intressenter rättvist och likformigt.
- 3) SRO ska utveckla regler som sätter en uppförandestandard för medlemmarna och som främjar skyddet för investerarna.
- 4) SRO:s regelverk ska godkännas av FI, varvid FI ska tillförsäkra att självregleringen är konsistent med lagar och FI:s föreskrifter.
- 5) SRO ska samarbeta med FI och ev. andra SRO för att utreda och kontrollera att gällande lagar och regleringar efterlevs.
- 6) SRO ska kontrollera att de egna reglerna följs.
- 7) SRO ska ha lämpliga sanktioner för de medlemmar som inte följer de regler som SRO har beslutat. SRO ska besluta om sanktion om dessa regler överträds.
- 8) SRO ska se till att alla intressenter på värdepappersmarknaden finns representerade i styrelsen och andra organ vid sidan av styrelsen.
- 9) SRO ska undvika intressekonflikter
- 10) SRO får inte utforma sina regler så att det skapar situationer med icke-konkurrens och i sin tillsynsroll ge någon marknadsaktör otillbörliga fördelar i marknaden.
- 11) SRO ska ha en egen organisation och bemanning skild från de regelrätta intresseorganisationerna för att tillförsäkra att inga intressekonflikter uppkommer och att informationen om marknadens aktörer m.fl. som SRO erhåller i sin verksamhet inte kommer i orätta händer.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2001:8 Where to Go after the Lamfalussy Report?
- 2001:7 Fondbolagens information och interna kontroll
- 2001:6 Finanssektorns stabilitet 2001*
- 2001:5 Den finansiella infrastrukturens sårbarhet
- 2001:4 Internet, normer och marknad – en internationell utblick
- 2001:3 Aktiemarknad för alla – nya krav i ny miljö
- 2001:2 Missvisande kreditupplysningar
- 2001:1 Riskmätning och kapitalkrav
- 2000:6 Finansmarknad, riskkapital och välbefinnande
- 2000:5 Finanssektorns stabilitet*
- 2000:4 Internt graderingssystem
- 2000:3 Internet och finansiella tjänster
- 2000:2 Bilförsäkringen efter avregleringen
- 2000:1 Kartläggning av leasingavgifter
- 1999:9 Aktionsplan för att stärka förtroendet för värdepappersmarknaden
- 1999:8 Financial services and consumers – comparison between the UK and Swedish systems
- 1999:7 De finansiella företagen och marknaderna*
- 1999:6 Den finansiella sektorn och informationssystemen inför år 2000*
- 1999:5 Översyn av insiderlagstiftningen
- 1999:4 Kreditinstitutens lån – värdering och upplysning
- 1999:3 Bankernas betaltjänster – avgifter och information
- 1999:2 Den finansiella sektorn och informationssystemen inför år 2000*
- 1999:1 Finansinspektionens tillsyn av Premiepensionsmyndigheten

*) Rapporten finns även på engelska



Finansinspektionen
Box 7831, 103 98 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se