



Aktiemarknad för alla

– nya krav i ny miljö

2001 : 3



FÖRORD

SAMMANFATTNING OCH FÖRSLAG TILL ÅTGÄRDER	2
Dramatik i kursutvecklingen	2
Har marknaden bestått provet ?	2
Åtgärder behövs	3
1 INLEDNING	6
2 EN DRAMATISK UTVECKLING	7
2.1 Stora kursrörelser och strukturell omvandling	7
2.2 Övervärdering, undervärdering och "irrational exuberance"	8
2.4 Ett privat problem eller ett samhällsproblem ?	10
2.5 Aktiemarknaden som informationsgivare	13
3 PROBLEMEN KRING INFORMATION OCH VÄRDERING	15
3.1 Inledning	
3.2 Sparande, placeringshorisont och ägandefunktionen	15
3.3 Nya marknadsplatser och nya former för handel	18
3.4 Marknadsintroduktioner, prospekt och annan information	24
3.5 Corporate finance	26
3.6 Revisionsfrågor	29
3.7 Redovisningsfrågor	30
3.8 Tillstånd att bedriva värdepappersrörelse	32
3.9 Insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan	33
3.10 Rådgivning och information	34
3.11 Tvistlösning och dokumentationskrav	39

Aktiemarknad för alla

– *nya krav i ny miljö*

FÖRORD**SAMMANFATTNING OCH FÖRSLAG TILL ÅTGÄRDER 5**

Dramatik i kursutvecklingen 5

Har marknaden bestått provet ? 5

Åtgärder behövs 6

1 INLEDNING 9**2 EN DRAMATISK UTVECKLING 10**

2.1 Stora kursrörelser och strukturell omvandling 10

2.2 Övervärdering, undervärdering och "irrational exuberance" 11

2.4 Ett privat problem eller ett samhällsproblem ? 13

2.5 Aktiemarknaden som informationsgivare 16

3 PROBLEMEN KRING INFORMATION OCH VÄRDERING 18

3.1 Sparande, placeringshorisont och ägandefunktionen 18

3.2 Nya marknadsplatser och nya former för handel 21

3.3 Marknadsintroduktioner, prospekt och annan information 27

3.4 Corporate finance 29

3.5 Revisionsfrågor 32

3.6 Redovisningsfrågor 33

3.7 Tillstånd att bedriva värdepappersrörelse 35

3.8 Insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan 36

3.9 Rådgivning och information 37

3.10 Tvistlösning och dokumentationskrav 41

Förord

3

Den senaste tvåårsperioden har bjudit på en mycket dramatisk berg- och dalbana på börserna världen över. "Dramatisk" är ett ord som ibland används till övermått, men i detta fall är det onekligen berättigat. Utvecklingen i Sverige har varit lik den som förevarit på de flesta marknader, möjligtvis med den skillnaden att IT-sektorn i Sverige har haft en större inverkan både på utvecklingen på börsen och i samhällsekonomin i stort än i många andra länder.

I skrivande stund befinner vi oss i ett ekonomiskt förlopp på världens aktiemarknader som ännu inte tycks ha kommit till sitt slut. Emellertid finns ändå anledning att summera utvecklingen och göra ett delbokslut över vad som hänt hittills. Syftet är att systematiskt gå igenom vissa frågor och iakttagelser och dra erforderliga lärdomar.

Analys och förslag i denna rapport är inte i första hand inriktade på finansiell stabilitet. I stället ligger fokus på effektivitets- och konsumentfrågor och mer specifikt på hur information och värdering på aktiemarknaden fungerat under de senaste två åren. Onekligen en intressant frågeställning där mycket mer kommer att sägas än vad som varit möjligt att ta upp i denna rapport.

Claes Norgren

Generaldirektör

Sammanfattning och förslag till åtgärder

Dramatik i kursutvecklingen

5

Utvecklingen på aktiemarknaden under de senaste två åren kan med fog sägas ha varit dramatisk. Ett år av kraftig uppgång har följts av ett år av kraftig nedgång. Stora vinster och stora förluster har uppstått för placerarna som gjort vissa till vinnare, medan andra förlorat stort. För åter andra har vinsterna i uppgångsfasen gått någorlunda jämt ut med de efterföljande kursförlusterna.

Parallellt med den dramatiska kursutvecklingen har den strukturella omvandlingen av aktiemarknaden fortsatt med full kraft. Det handlar bland annat om en ökande internationalisering, en fortsatt stark teknikutveckling och ett snabbt breddat aktieäggande. Aktiemarknaden har haft den ovanliga egenskapen att den å ena sidan globaliserats, å andra sidan samtidigt mötts av ett allt större och allt aktivare deltagande från gemene man. Hushållens portföljer domineras idag av olika slag av aktierelaterat sparande. Aktiemarknaden tycks dessutom för vissa kundkategorier fått ha fått drag av spel- och nöjesindustri, vilket bland mycket annat avspeglas i den mediala behandlingen.

Under de två senaste åren har aktiemarknaderna världen över präglats av starka psykologiska mekanismer. Vid sidan av den allmänt goda ekonomiska tillväxten satte debatten om den ”nya ekonomin” sin prägel på utvecklingen under uppgångsfasen: tron på framtida produktivitetsutveckling och vinster byggde under de alltmer upptrissade aktievärdena. Denna tro kom sen att svikta när de förväntade vinsterna inte materialiserades, och uppgången vändes i en kraftig nedgång. Detta förlopp har alltså i hög grad varit ett internationellt fenomen, men förefaller ha varit mer markerat i Sverige än i många andra länder, bland annat till följd av den höga aktivitet som präglat den svenska IT-branschen under senare år.

Har marknaden bestått provet?

Det omöjligt för aktieplacere att helt skydda sig mot den typ av allmänt aktieprisfall som manifesterat sig under det senaste året. Sådana fenomen innebär inte heller nödvändigtvis att marknaden fungerar ”dåligt” i något avseende. Normalt är aktiekursernas upp- och nedgångar i huvudsak att se som en naturlig utveckling som ger viktiga signaler till ekonomin, som i sin tur påverkar sparande och real resursanvändning. Detta är normalt inte något som den finansiella tillsynen behöver bekymra sig över, än mindre försöka påverka. Men samtidigt måste konstateras att den gångna periodens kursrörelser varit extrema och knappast kan ses som ett uttryck för perfekt fungerande marknader. De stora kursrörelserna på aktiemarknaden kan också ses som ett slags ”stresstest” där ett antal svagheter och problem i marknadens funktionssätt illustrerats. Dessa har återverkningar på sparandemönster och allokering av reala resurser, liksom för enskilda sparare/placere och för

deras (och andras) förtroende för aktiemarknaden. Trots dessa problem måste ändå konstateras att de stora värdeförändringarna kunnat absorberas av finansmarknaderna i så måtto att det hittills inte orsakat några problem för den finansiella stabiliteten.

Det finns således anledning att granska och följa upp de iakttagelser som gjorts och de problem som framträtt under den resa genom uppgång och nedgång som pågått de senaste 1–2 åren. Rimligen finns många och viktiga erfarenheter att tillvarata. Detta gäller för investerare och andra aktörer, men det gäller också för den finansiella tillsynen.

Med andra ord handlar det inte bara om frågeställningar av privat- och företagsekonomisk natur. Utvecklingen reser också frågor om ekonomins och finansmarknadens funktionssätt, om finansiella företags beteenden och hur detta samspelar med regelverket. Med utgångspunkt från de skyddsintressen som berör finanssektorn och som FI har att tillvarata – stabilitet, effektivitet och gott konsumentskydd – är det naturligt att FI gör en systematisk analys av den utveckling som förevarit. Den grundläggande frågan för FI är om och hur utvecklingen uppenbarar brister i marknadens funktionsförmåga och i de normer och den reglering som omgärdar aktiemarknaden. Frågor om hur informationsspridning och värdering av aktier fungerat framstår här som den gemensamma nämnaren, och är det som kommer i fokus.

Aktiebörser och andra marknadsplatser är en del av den finansiella infrastrukturen och fyller en viktig samhällsekonomisk funktion genom att aktiehandeln kan ske i ordnade former och till låga transaktionskostnader. Marknader och marknadsplatser skapar ett system för informationsbearbetning som lägger grunden för en rättvisande värdering av enskilda företag. Aktiemarknaden har därför en viktig roll för resursstyrningen i ekonomin.

Men aktiemarknadens roll när det gäller förmedling och bearbetning av information är varken gratis eller perfekt. Informationen är ojämnt fördelad mellan aktörerna. Informationsinnehållet i aktiepriserna påverkas av det strategiska spelet mellan parter med olika information om marknadens underliggande värden. Om aktiemarknaden ska anses fungera väl eller inte är alltså till stor del beroende på hur spridningen av information mellan olika parter fungerar på aktiemarknaden.

Åtgärder behövs

Den analys som FI gjort pekar på flera brister härvidlag och åtgärder som behöver diskuteras. Också här gäller att de problem och brister som kan iakttas i många fall inte är unika för Sverige och för den svenska aktiemarknaden. I tider av snabbt ökad internationell integration både av marknader och av regleringen av dessa marknader måste detta självklart hållas i minnet. Icke desto mindre är det både viktigt och naturligt för FI att ta sin utgångspunkt från vad som hänt här i Sverige och att diskutera åtgärder som kan vidtas här.

Några viktiga slutsatser och åtgärdsförslag är följande:

- **Kapitalförvaltning och fondförvaltning** har en viktig uppgift att för sparare utöva kontroll över investeringar i aktier. En väg är att utveckla en

genomtänkt ägarstrategi. Denna bör kommuniceras till spararna som på så sätt kan välja rätt riskinnehåll i sina placeringar och känna trygghet för sitt sparande.

- **Självregleringen** vid Stockholmsbörsen och övriga marknadsplatser måste bli föremål för en fördjupad granskning av FI. Innehållet i denna bör löpande utvärderas och dess effektivitet måste ställas i relation till de krav som lagstiftningen ställer, liksom till den internationella harmoniseringen på regleringsområdet. Som ett led i detta har FI begärt en redovisning av börsen angående erfarenheterna av självregleringen.
- Det är väsentligt att samtliga marknadsnoterade bolag tillhandahåller aktuell och relevant information och att denna görs tillgänglig för alla placerare. En **egen hemsida** är en naturlig form för detta. Vissa minimikrav på vad en sådan hemsida ska innehålla bör de tre marknadsplatserna finna en gemensam lösning på. En viss standardisering av informationen bör ske för att underlätta placerarnas möjligheter att jämföra olika bolag.
- När det gäller **prospekt** bör en förbättring av kvaliteten åstadkommas, inte minst med tanke på att allt fler privatpersoner använder aktier som sin främsta sparform. Det är de emitterande bolagen och deras rådgivare (revisorerna och värdepappersinstituten) som måste ha huvudansvaret för detta. Självreglering kan i det här sammanhanget spela en viktig roll. Det bör ställas samma krav på prospekt när bolag listas på en auktoriserad marknadsplats som på en börs.
- **Corporate finance**-verksamheten har uppvisat problem vad gäller hanteringen av intressekonflikter. FI har vidtagit åtgärder för att motverka dessa problem. De riktlinjer som Fondhandlareföreningen ställt upp bidrar också till att stärka kulturen inom corporate finance. Emellertid finns anledning att utveckla och skärpa gällande regel- och normsystem. FI har här en aktiv dialog med marknadsaktörerna.
- **Revisorer** bör uppmärksamma och rapportera om händelser löpande under året. Kommande regler om revisorsgranskade delårsrapporter bör därför välkomnas och införandet påskyndas.
- Utvecklingen mot en så kallad "fair value"-baserad **redovisning**, det vill säga en redovisning som utgår från verkligt värde, bör understödjas. Detta skulle bidra till minska gapet mellan traditionell redovisning och analytikernas företagsvärdering.
- Arbetet med att utreda **otillåten insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan** kräver betydande resurser från FI:s sida. FI kommer att utveckla redskapen för att snabbt kunna ta itu med olika incidenter på marknaden. Internet har kommit att bli ett viktigt kommunikationsmedel på finansmarknaden och kräver särskild bevakning.
- Det bör i lag klarläggas vilket ansvar en **rådgivare** har. Det måste också vara entydigt för konsumenten om han eller hon har att göra med en oberoende rådgivare eller med en säljare från ett visst företag. När det gäller avgränsning av rådgivningsbegreppet finns också skäl att avgränsa och närmare bestämma vad som ska innefattas i begreppet finansiell rådgiv-

ning. En viktig fråga sammanhanget, och som utgör ett steg framåt för att förbättra och säkra den grundläggande kompetensen bland rådgivande personal, är den **licensiering** som nu kommer att genomföras.

- Rådgivning som ges ska kunna följas upp och utvärderas i efterhand. Detta förutsätter att kraven på **dokumentation** stärks. Detta är särskilt viktigt i samband med tvistlösning. För att förbättra situationen för kunderna har FI nyligen lämnat ett förslag till ökade dokumentationskrav.

1 Inledning

Från mitten av 1999 och till dags dato har aktiekurserna världen över präglats av först en kraftig uppgång, som sedan, från mars år 2000, följts av en kraftig nedgång. Att aktiekurser går upp och ned är i sig inget som behöver utgöra något bekymmer, sett utifrån de skyddsintressen FI har att bevaka. Emellertid finns anledning att vänta sig att den typen av turbulenta förlopp innebär att marknaden och marknadsaktörerna sätts på prov i olika avseenden och att eventuella brister i marknadsinfrastruktur, regelverk och normsystem kan förväntas bli mer synliga än annars. Indikationer på att sådana brister funnits och finns har också varit tydliga. Detta nödvändiggör att FI gör en systematisk analys av utvecklingen vad avser stabilitet, effektivitet och konsumentskydd på aktiemarknaden – det vill säga utifrån de huvuduppgifter FI har.

Denna rapport beskriver utvecklingen på aktiemarknaden under de senaste två åren och att dra slutsatser om utvecklingen, sett ur ett tillsynsperspektiv. Rapporten syftar till att belysa följande frågeställningar.

- Har utvecklingen inneburit problem som har samhällelig eller samhälls-ekonomisk relevans, eller handlar det främst om privatekonomiska problem?
- Har uppträdandet hos marknadsaktörer gentemot kunderna förändrats?
- Hur bör man analysera frågor kring information och värdering på aktiemarknaden och vilka problem har kunnat identifierats kring detta?
- Vilka åtgärder bör vidtas för att råda bot på dessa problem?

Rapporten är avsedd som ett diskussionsunderlag för att vidareutveckla FI:s policies på värdepappersområdet, men den bör också kunna tjäna som underlag för marknadsaktörer i deras arbete med att utveckla sin självreglering och kundpolicy.

2 En dramatisk utveckling

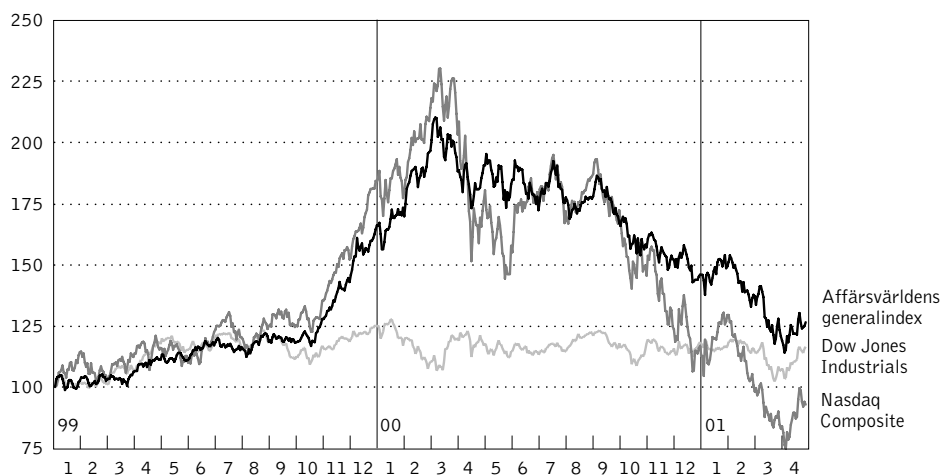
Under de senaste två åren har börskurserna världen över svängt kraftigt. Dessa stora svängningar i förmögenhetsvärdena har inte hotat stabiliteten i det finansiella systemet, men belyser problem i aktiemarknadernas funktionssätt och regelverk. Till bilden hör också att aktiemarknaden parallellt med kurssvängningarna gått igenom snabba och omfattande strukturförändringar, exempelvis i form av internationalisering, nya aktörer och nya former för handel, allt genomsyrat av den snabba IT-utvecklingen. En gemensam nämnare för flertalet av de problem som kommit upp under senare år rör frågor om olika slag av brister i hur information sprids och värderas på aktiemarknaden.

2.1 Stora kursrörelser och strukturell omvandling

Såväl i Sverige som i de flesta andra länder har utvecklingen av aktiekurserna från andra halvåret 1999 visat en intressant och stundtals dramatisk utveckling som vi kanske ännu inte sett slutet på. Aktier relaterade till IT och telekom ökade kraftigt i värde under 1999 och en bit in på år 2000. Från och med mars 2000 vände utvecklingen och en betydande korrigering av börsvärdena kom sedan att prägla resten av året. Trenden har fortsatt även de senaste månaderna och den fortsatta nedgången sker samtidigt som allt starkare tecken på en kraftig konjunkturedgång gör sig gällande.

Som framgår av diagram 1 var utvecklingen på NASDAQ-börsen mest dramatisk. Uppgången som hade startat under hösten 1999 kom att smitta av sig på den svenska börsen som därefter visat en mycket stark korrelation med NASDAQ. Den svenska börsutvecklingen har alltså varit mer spektakulär än utvecklingen i breda index som Dow Jones och S&P 500, liksom de viktigaste europeiska indexen. Den nära kopplingen till NASDAQ avtog dock, av grafernas uppsyn att döma, mot slutet av år 2000.

**DIAGRAM 1. KURSUTVECKLINGEN 1999 T.O.M APRIL 2001
FÖR SVENSKA OCH AMERIKANSKA AKTIER**



I värdetermer dubblerades nästan aktievärdet för att falla tillbaka mycket kraftigt under år 2000. NASDAQ kom i december tillbaka till den nivå som rådde före uppgångsfasen med start hösten 1999. Den 26 april i år var index 59,6 procent lägre än "all time high" den 10 mars 2000. Detta återspeglade en omvärdering av framtida vinstutsikter som ägde rum och en helt annan och mer traditionell värdering av den så kallade nya ekonomin.

Parallellt med den dramatiska kursutvecklingen har den strukturella omvandlingen av aktiemarknaderna fortsatt med full kraft. Det handlar bland annat om en ökande internationalisering, en fortsatt stark teknikutveckling och ett snabbt breddat aktieäggande. En starkt bidragande orsak till hushållens ökade intresse för aktiemarknaden var premiepensionsvalet.

11

Som ett konkret exempel på internationaliseringen kan nämnas att av 63 börsmedlemmar är idag 43 utländska, varav 31 är "fjärrmedlemmar" från totalt 11 länder. Detta är en positiv utveckling, bland annat därför att det ökade utländska deltagandet ökar likviditeten i den svenska marknaden vilket bidrar till att göra Stockholm till en attraktivare internationell marknadsplats.

Aktiemarknaden har haft den ovanliga egenskapen att den å ena sidan globaliserats, å andra sidan samtidigt vederfarits ett allt större och allt aktivare deltagande från gemene man. Hushållens portföljer domineras idag av olika slag av aktierelaterat sparande, och aktieplacering har dessutom för vissa blivit ett alternativ till spel. Ett exempel på sådant risktagande är handeln i så kallade warranter, som ökat kraftigt under 1999 och därefter under 2000 fördubblats. Till stor del är det hushåll som utnyttjat dessa instrument. Aktier tycks alltså numera för vissa kundkategorier inte bara vara en form av sparande utan också en del av spel- och nöjesindustrin, vilket bland mycket annat avspeglas i den mediala behandlingen.

2.2 Övervärdering, undervärdering och "irrational exuberance"

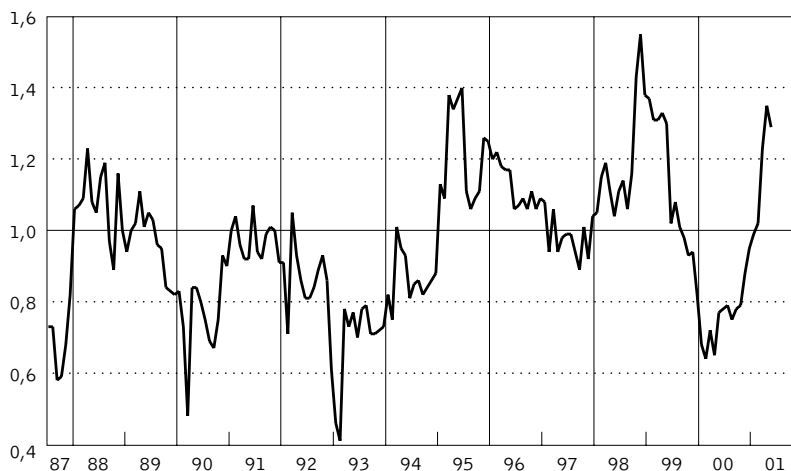
En akties värde beror i grunden på värdet av den utdelning aktien förväntas ge i framtiden. Frågan är hur detta värde kunnat fluktuera så kraftigt och i vad mån det finns indikatorer och instrument som kan vara en hjälp att identifiera över- eller undervärdering.

Det kan snabbt konstateras att några perfekta metoder och precisa redskap inte står att finna. Men man kan samtidigt notera att gamla hederliga metoder och tumregler trots allt verkar kunna ge viss vägledning. När det gäller aktiemarknaden verkar det exempelvis rimligt att se på P/E-tal¹ för hela marknader. Kraftigt uppdrivna P/E-tal signalerar att vinstförväntningar som inte är långsiktigt hållbara kan ha diskonterats in i prisbilden.

En annan indikator som verkar vara relevant är att se på avkastningen på obligationer i relation till det inverterade P/E-talet, dvs. den förväntade avkastningen på obligationer i relation till förväntad avkastning på aktier.

1 Price-earnings ratio, dvs. relationen mellan företagets aktiekurs och vinst

DIAGRAM 2. FED MODELLEN SVERIGE



Denna ansats kallas "Fed-modellen", och illustreras i diagram 2. Den ger en grov indikation om marknadsvärderingen är i obalans åt det ena eller andra hållet – värden mindre än ett i diagrammet kan tolkas som att börsen är övervärderad relativt alternativa placeringar, och vice versa.

En notering värd att göra i sammanhanget är för det första att den kraftiga kursuppgången hösten 1999 till våren 2000 och den (ännu) kraftigare nedjustering som skett sedan dess inte bara handlat om "dot.com"-företag, vilket är den bild som ibland ges; dessa väger inte ensamma särskilt tungt på aktiemarknaden. Det är alltså även andra och tyngre företag, inte minst telecom-företag som Ericsson, som vars kurs beskrivit en liknande bana. Just detta företag – Ericsson – har också genom sin storlek varit starkt styrande för den samlade utvecklingen på Stockholmsbörsen² och är en viktig förklaring till Stockholmsbörsens "Nasdaq-profil" under de senaste 1–2 åren.

Att helt nya och historielösa företag i IT-sektorn varit svåra att värdera är kanske inte så förvånande. Däremot kan finnas anledning att reflektera över varför marknaden så till den grad felvärderat väl etablerade och genomlysta företag som telecom-företagen. Kanske har det inte handlat så mycket om genomtänkta och specifika värderingar av enskilda företag och aktier, utan om det fenomen som brukar betecknas "irrational exuberance", en slags strukturell överoptimism som för en tid kan prägla hela marknader.

Under det gångna året har mycket starka psykologiska mekanismer varit i svang. Debatten om den nya ekonomin präglade medvetandet och medförde att många bedömare världen över, tills för ungefär ett år sen, fann intellektuella argument för varför historiskt mycket höga P/E-tal kunde vara uthålliga och rimliga. Tron på framtida stark produktivitetsutveckling och stigande vinster underbyggde de upptrissade aktievärdena.

Under uppgångsfasen 1999–2000 fanns dock ett antal bedömare som varnade för uthålligheten i de uppdrivna börskurserna. Inte minst den ameri-

² Ericsson svarade i april 2001 för cirka 16% av börsvärdet. Genomsnittsvärdet för 1999 låg på nära 30 procent.

kanske centralbankschefen Alan Greenspan varnade för denna ”irrational exuberance”.³

Studerar man utvecklingen på Stockholmsbörsen under 1900-talet finner vi att den visserligen har varierat över tiden, och under vissa perioder mycket kraftigt, men att den långsiktiga trenden ligger kring 7 procents nominell tillväxt i genomsnitt per år. Runt en sådan långsiktig trendlinje har den faktiska kursutvecklingen varierat. Detta är exempel på en typ av information om grundläggande förhållanden som det kan finnas skäl att lyfta fram i det allmänna medvetandet. Detta utgör tankeställare både i tider av vidlyftig optimism och i tider av svartsynt pessimism.

13

När det gäller FI:s roll i denna finansiella miljö så bör den ses mot bakgrund mot de mål statsmakterna ställt upp, nämligen att verka för stabilitet, effektivitet och ett gott konsumentskydd på finansmarknaderna. Detta sker via tillsyn, regelgivning och analys av utvecklingen på finansmarknaden.

2.4 Ett privat problem eller ett samhällsproblem?

För tillsynsmyndigheter är det viktigt att följa utvecklingen av riskuppbbyggnaden på tillgångsmarknaderna – framför allt aktiemarknaden och fastighetsmarknaden – eftersom detta återverkar på riskerna i de finansiella företagens portföljer. På samma sätt finns det skäl för centralbankerna att noga följa utvecklingen inom detta område eftersom det därutöver också påverkar konjunkturförloppet och därmed förutsättningarna för penningpolitiken. Därutöver har FI, som nämnts, också uppgiften att verka för effektivitet och gott konsumentskydd. Det sistnämnda har också stor betydelse för allmänhetens förtroende för, i detta fall, aktiemarknaden – vilket i sin tur har återverkningar på såväl effektivitet som stabilitet.

De senaste tolv månadernas börsutveckling har inneburit att tillgångsvärdena har rasat och att många har förlorat pengar – enligt FI:s sparbarometer sjönk värdet av hushållens direktägda aktier med 143 miljarder kronor från och med april till och med december år 2000. Det finansiella systemets stabilitet har dock aldrig varit hotat, främst därför att börsuppgången inte har varit lånefinansierad. Aktier har stått för en mycket begränsad del av den säkerhetsmassa som backar upp utlåningen i banksystemet.

Man kan alltså notera att vi under året ändå genomlevt en form av kris som visserligen inte hotat stabiliteten i bank- och betalningssystemet, men som däremot haft ganska dramatiska effekter på förmögenhetsvärdena. Det här skulle man kunna se som bara ett privatekonomiskt problem för dem som satsat och förlorat på aktier. Men frågan är mer intressant än så, och av flera skäl.

³ Professor Robert J. Shiller har i sin bok ”Irrational Exuberance” utvecklat en analys av detta. Shiller går igenom faktorer som påverkat investerarnas föreställningar om marknadsutvecklingen under senare år, till exempel utvecklingen på internet och nya företeelser som ”day-trading”. Till detta lägger han medias sportjournalistiskinspirerade rapportering från aktiemarknaden och fenomen som flockbeteenden. Schiller noterar att vinstutvecklingen inte ökat i samma grad som aktiekurserna. Däremot noterar han att avkastningen på aktier långsiktigt har varit förvånansvärt stabil. Talet om exempelvis ”en ny ekonomi” kan driva upp kurserna tillfälligt genom att göra investerarna överoptimistiska, men bäddar samtidigt för en korrektion åt andra hållet, när förhoppningarna inte visar sig hålla måttet.

För det första är det numera väldigt många som äger aktier, i en eller annan form. Därför påverkas makrostorheter som privat konsumtion, sparande och kreditefterfrågan av förmögenhetseffekter på ett helt annat sätt än för exempelvis tio år sedan. För det andra kan den här typen av förlopp, där många drabbas av förluster, påverka förtroendet för aktiemarknaden. För det tredje kan "bubbelfenomen" innehålla inslag av bristande information och insyn. Om inte information och genomlysning fungerar väl, så kan detta innebära ett investeringsbeslut fattas på felaktiga premisser. Lägg till detta att placerare och andra aktörer ofta uppvisar ett slags flockbeteende, kan effekten bli att kapitalströmmarna kanaliseras fel och driver fram felinvesteringar. I vad mån detta varit fallet under de senaste åren är svårt att bedöma på något mer precist sätt, men principiellt föreligger i alla händelser en sådan risk

Dessa tre skäl talar alltså för att vi inte har att göra med frågeställningar av enbart privatekonomisk natur utan också att utvecklingen reser frågor om ekonomins och finansmarknadens funktionssätt, finansiella företags beteenden och hur detta samspelar med regelverket. Detta gör att det finns anledning att närmare penetrera vad som hänt sett utifrån de skyddsintressen som finns på finansmarknaden. Frågor om hur informationsspridningen fungerar och hur värdering av aktier går till kommer här i fokus.

INFORMATIONSEFFEKTIVITET OCH VÄRDERING AV AKTIER

I teorin råder marknadseffektivitet om priserna på aktier alltid återspeglar all tillgänglig relevant information. Detta innebär att inte bara kurserna för enskilda aktier är effektiva i denna bemärkelse utan även varje index för aktiemarknaden som helhet. Teorin innebär att så teknisk analys i princip är värdelös. Inte ens den mest professionella och välinformerade analytiker kan åstadkomma en avkastning som är bättre än marknaden i genomsnitt eftersom all relevant information förutsätts återspeglad i aktiekurserna. Denna teori har ansetts få stöd av att även professionella investerare ofta har svårt att uppvisa en långsiktigt bättre avkastning än marknaden i stort.

Studier av volatilitet leder dock ofta till slutsatsen att marknader överreagerar på ny information och tenderar att hamna i utdragna upp- eller nedgångsperioder där sambandet med underliggande värden tycks gå förlorat. Ett par ekonomer från början av 1980-talet (Shiller, LeRoy och Porter) hävdade att aktiepriserna på den amerikanska börsen varierade alltför kraftigt för att marknaden skulle kunna betraktas som effektiv.

Det betyder att flertalet av de faktorer som kan antas ligga bakom överreaktioner och spekulationsvågor inte kan analyseras inom ramen för en enkel modell som förutsätter att all relevant information återspeglas i priserna. Frågan om hur processen ser ut varmed information bearbetas och sprids måste alltså beaktas.

Merparten av aktörer på marknaden har ganska rudimentär information och deras viktigaste informationskälla är marknadspriset. Samtidigt finns en annan grupp aktörer som genom en viss resursuppostring skaffat sig specifik information av betydelse för tillgångens värdering. Denna grupp måste handla på marknaden för att tjäna pengar på sitt informationsövertag.

Om de välinformerade har skaffat sig positiv information om tillgången så köper de och pressar därmed upp priset. Detta leder i sin tur till att de mindre informerade reviderar sin uppfattning om tillgångens värde. Det faktum att priset stigit ger alltså de sistnämnda indirekt del av den information som de bättre informerade skaffat sig. En enskild aktör står således inför valet att skaffa sig information direkt genom speciella insatser eller indirekt via marknadspriserna. En jämvikts-

situation kan sägas råda när intet av alternativen lovar högre avkastning per resursinsats.

Slutsatsen av detta är att marknaden har en viktig roll som förmedlare av information, men att den inte är gratis eller perfekt. Informationen är ojämnt fördelad mellan aktörer vilket gör att deras kunskap är starkt differentierad. Informationsinnehållet i aktiepriserna påverkas av det strategiska spelet mellan parter med olika information om marknadens underliggande värden. Av central betydelse är således hur spridningen av information mellan olika parter fungerar på aktiemarknaden.

15

Värdering av aktier

Värdering av aktier bygger på samma grundprincip som all annan värdering. Framtida betalningar diskonteras till nuvärde genom en diskonteringsränta som ger uttryck för avkastningskravet på investeringen. Vid aktievärdering diskonteras utdelningsströmmarna till nuvärde.

En första fråga som uppstår är vilka alternativa placeringar som avkastningskravet ska relateras till. Den vanligaste lösningen är att basera avkastningskravet på avkastningen på alternativa riskfria placeringar, t ex statsobligationer

Nästa frågan är hur aktieplaceringen ska ersättas för sitt högre risktagande jämfört med obligationsinvesteringen. Risker i en aktieplacering ligger i att den framtida utdelningen och värdeutvecklingen är beroende av hur företaget lyckas, men dessutom påverkar allmänna betingelser utvecklingen. Det finns alltså både en marknadsrisk och en företagsspecifik risk.

Marknadsrisken bedöms vanligen med utgångspunkt från historiska skillnader mellan allmän aktieavkastning (avkastningsindex) och riskfri ränta. För beräkningen av den företagsspecifika risken finns två metoder. En sammanvägd bedömning av de risker som företaget är utsatt för eller att beräkna risken på basis av aktiens historiska kursutveckling i förhållande till index enligt den så kallade Capital Asset Pricing Method (CAPM).

Den sammanvägda bedömningen av den företagsspecifika risken beaktar faktorer som rörelserisken (beaktar känsligheten för konjunktursvängningar, konkurrenssituation, kostnader etc.), den finansiella risken (ex.vis belåningsgrad) och likviditetsrisken. Den senare är viktig framför allt när det gäller mindre företags aktier. Exempelvis kan en placerare ha svårt att sälja aktieposter utan att påverka priset på aktien i fråga.

Genom att addera dessa komponenter kan den företagsspecifika risken erhållas vid beräkning av avkastningskrav.

Den alternativa beräkningen av den företagsspecifika risken enligt CAPM är en enkel mekanisk metod. Risker mäts med aktiens betavärde, d v s hur mycket den historiskt varierat i förhållande till ett allmänt index. Detta betavärde anses fånga upp en rad olika faktorer som rörelserisk, finansiell risk och likviditetsrisk. Ett problem vid användningen av betavärden som prognos för den företagsspecifika risken är att den förutsätter att de historiska kurssvängningarna är bra prognoser på framtida kurssvängningar.

Den viktigaste skillnaden mellan värdering av räntebärande placeringar och aktier är att värdera den framtida utdelningstillväxten i aktier. Tillväxtantagandet är av stor betydelse för värderingen. Det framgår av att under år 2000 låg aktiemarknadens avkastningskrav på det marknadsvärderade egna kapitalet på ca 9 procent. Eftersom direktavkastningen på aktier i genomsnitt är 2 procent ska tillväxten i utdelning och därav följande kursuppgång därmed stå för resterande 7 procentenheten av totalavkastningen.

De flesta analytiker räknar inte med konstant tillväxt över en längre period utan arbetar med olika tillväxtantaganden för olika delar av den period, ofta 5–10 år, man gör sina kalkyler för.

2.5 Aktiemarknaden som informationsgivare

En grundläggande uppgift för finansmarknaderna är att förmedla kapital från sektorer och individer med ett sparande till verksamheter som behöver finansiering. Detta sparande och denna finansiering kan ske i olika former, där marknaden för aktier är en. Aktiemarknaden är här speciell genom aktiernas karaktär av riskkapital – någon avkastning är inte avtalad eller garanterad, och aktieägaren är den som får ta första stöten om bolaget går i konkurs.

Aktiemarknaden möjliggör också för placerarna att de snabbt och utan stora kostnader kan öka eller minska sitt aktieinnehav eller förändra dess sammansättning, bland annat när det gäller risk. Exempelvis kan man minska sin risk genom att sprida, eller diversifiera, sitt innehav på ett stort antal olika aktier. Däremot kan den systematiska risken, det vill säga risken att prisnivån för aktier sjunker generellt, inte diversifieras bort på detta sätt.

Aktiebörserna runtom i världen möjliggör att aktiehandeln sker i ordnade former och till låga transaktionskostnader. De skapar förustättningar för en rättvisande värdering av enskilda företag. Denna prisbildning är av central samhällsekonomisk betydelse, och måttet på dess funktionsförmåga är i vilken utsträckning priserna ger rättvisande signaler om hur den knappa resursen riskvilligt kapital ska användas och, vid behov, flyttas.

Nästa fråga är, givet att prisbildningen fungerar väl, hur snabb och fullständig anpassningen till förändrade priser och prisförväntningar är. Det handlar om handelssystemens effektivitet och kostnader, om kostnaderna för och access till relevant information med mera. Även utformningen av lagar och regler kan, avsiktligt eller oavsiktligt, sätta gränser för rörligheten. Inte minst skatteregler är av betydelse här. Reavinstbeskattningen har i sammanhanget ofta⁴ utpekats som en faktor som leder till inlåsnings effekter för placeraren och därmed förhindrar en omallokering av placeringar, dels mellan olika aktier eller fonder, dels mellan aktiesparande och annat sparande. Beträffande det aktiesparande som sker i fonder leder reavinstbeskattningen dessutom till att konkurrensen mellan olika fondförvaltare begränsas, i den meningen att det för spararen kan bli alltför kostsamt att flytta sparandet från en förvaltare till en annan.

Marknaden har rollen av bearbetare och förmedlare av komplex information om företag och ekonomisk information i övrigt. Priset på en aktie ska i princip återspegla marknadsaktörernas uppfattningar om framtida utdelningsströmmar och diskonteringsräntor. Aktiekurserna sammanfattar en stor mängd information. Marknaden och marknadsprisbildningen ger därför nödvändig information för exempelvis nyemissioner och påverkar i slutänden vilka företag som expanderar eller stagnerar.

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 med olika information om marknadens underliggande värden. Av central betydelse är således hur spridningen av infor-

⁴ Se ex.vis Finansmarknadsutredningens betänkande (SOU2000:11)

mation mellan olika parter i praktiken fungerar på aktiemarknaden. Huvuddelen av de problem som kunnat skönjas när det gäller hur aktiemarknaden fungerat, och som kommer att diskuteras i den fortsatta framställningen, har också detta som den gemensamma nämnaren.

3 Problemen kring information och värdering

Utvecklingen de senaste åren har kraftigt påverkat alla aktörer på marknaden och det finns skäl att tro att man i efterhand kommer att kunna konstatera att informations- och värderingsproblem av olika slag lett till finansiella resurser kommit att felallokeras under denna period, i den meningen att det inte bara lett till förluster för finansiella placerare utan också snedvridit investeringsmönstren i den reala sektorn. Utvecklingen reser således en rad viktiga frågor om de finansiella marknadernas funktionssätt, vilka problem som funnits där samt hur dessa återverkat på den allmänna ekonomiska utvecklingen.

Mot den bakgrunden görs här ett försök att analysera utvecklingen de senaste åren och de frågor detta reser för den finansiella tillsynen. Analysen görs enligt ansatsen ”från ax till limpa”, det vill säga från valet av aktier som spartform och noteringen av en aktie, via vad som sker på marknadsplatsen till de frågor som kan komma upp efter affärerna genomförts, exempelvis hur den enskilde kunden kan få sin rätt prövad. Följande områden diskuteras:

- Sparande, placeringshorisont och ägande
- Marknadsplatser och nya former för handeln
- Prospekt
- Corporate finance-frågor
- Revisionsfrågor
- Redovisningsfrågor
- Tillstånd av bedriva värdepappersrörelse
- Insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan
- Rådgivning och information
- Tvistlösning och dokumentation

3.1 Sparande, placeringshorisont och ägande

Aktiesparandet har ökat i betydelse under en följd av år, både för hushållen, för finansföretagen och i ett makroekonomiskt perspektiv. Ett viktigt inslag i den utvecklingen är den ökade betydelse som olika former av fondsparande fått. Dessa sparformer har flera fördelar ur ett spararperspektiv, men reser också frågor kring information till spararna, rörlighet i placeringarna och ägarstyrningen i bolagen. På alla dessa punkter finns utrymme för förbättringar.

Åtgärder: Det finns anledning för kapital- och fondförvaltare att utveckla en tydlig ägarstrategi och att kommunicera denna till spararna. Detta kan även aktualisera förändringar i fondlagstiftning och reavinstbeskattning.

Aktiemarknaden får större betydelse

Såväl i Sverige som i hela den utvecklade industrivärlden har sparandet och placeringen av sparandet genomgått en intressant utveckling under det senaste decenniet. Demografiska orsaker har ökat sparandet för pensionsändamål och den etablerade låga inflationstakten har medfört låga räntor vilket

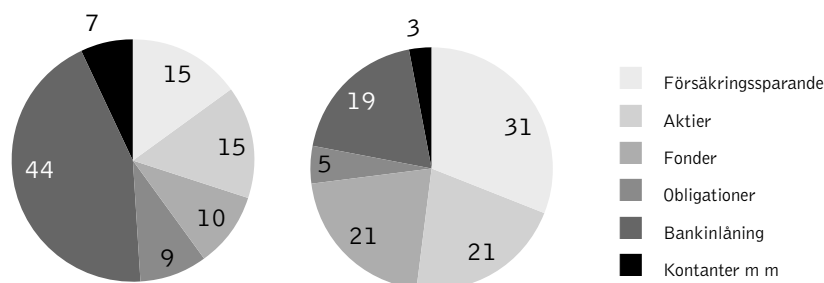
gynnat aktieplaceringar i konkurrensen med andra sparformer. Aktiesparandet har därmed kommit att få en allt större vikt i hushållens portföljer och de riskbärande placeringarna har kommit att i allt högre grad placeras i form av fondsparande av olika former. Till detta kommer en kontinuerlig värdestegring under 1990-talet som skapat förväntningar på fortsatt hög värdetillväxt.

Som en effekt av detta har aktiesparandets vikt ökat kraftigt i relation till räntebärande värdepapper och i synnerhet relativt bankinlåning. Som framgår av diagram 3 var har sparandet i aktier och fonder ökat från 25 procent 1990 till drygt 40 procent vid utgången av förra året. Om man till detta lägger att bland annat försäkringssparandet i stor utsträckning är aktierelaterat förstärks bilden av denna omsvängning ytterligare, och även om man beaktar att en del av fondsparandet är ränterelaterat – totalt sett kan idag över 60 procent av hushållssparandet definieras som aktierelaterat. Som väntat avspeglar sig börsuppgången och det växande aktieintresset under 1999 och början av 2000 tydligt i statistiken: värdet av hushållens aktie- och fondsparande ökade med hela 70 procent från slutet av 1998 till och med första kvartalet 2000.

Ser man till det totala börsvärdet, det vill säga hela den aktiestock som handlas på Stockholmsbörsen, har den ökat från 997 mdr kr 1994 till 3583 mdr kr 2000. Sett i relation till BNP innebär detta en ökning från 61 procent till 170 procent.

DIAGRAM 3. HUSHÅLLENS FINANSIELLA SPARANDE FÖRDELT PÅ TILLGÅNGSSLAG I DECEMBER 1990 RESPEKTIVE 2000. Procentuella andelar

Källa: Sparbarometern



Det har således, av olika skäl, funnits en långsiktig trend mot en ökad vikt för aktie- och aktierelaterat sparande, liksom en allt större vikt för aktiemarknaden i samhällsekonomin totalt sett. Den kraftiga acceleration av den utvecklingen som skett de allra senaste åren i kombination med den dramatiska kursutvecklingen reser dock flera frågor. Varför blev det en så dramatisk ökning i sparandet av aktier? Hur hanterades denna ökning av de finansiella företagen? Har kapitalförvaltnarna, främst då värdepappersfonderna, kunnat allokera sparandet till produktiva investeringar och samtidigt informera spararna om de risker som är förenade med sparande av olika slag?

Vikten av en andrahandsmarknad

Mot bakgrund av den osäkerhet som råder utgör möjligheten att sälja fordringar i form av exempelvis aktier på en likvid sekundärmarknad ett viktigt handlingsalternativ för en sparare. Detta bidrar därför till att öka benägenheten att investera i riskkapital. För samhällsekonomin innebär detta att annars inlåsta produktionsresurser förs ut på marknaden, prissätts och används. Genom att värdepapper lätt kan överlåtas genom köp och försäljning under-

lättas företagens finansiering. Företagens investeringar blir då relativt oberoende av det enskilda företags eller den enskilde entreprenörens eget sparande. I takt med den snabba internationaliseringen blir det ytterst den globala tillgången på sparande som sätter taket för finansieringsmöjligheterna. Man kan uttrycka detta som att det sker en separation av sparande- och investeringsbeslut. Genom att spararens och investerarens tidshorisont inte behöver sammanfalla möjliggörs därmed en mycket större investeringsvolym och därmed ett högre ekonomiskt välstånd. I detta ligger de finansiella marknadernas kanske viktigaste samhällsekonomiska betydelse – och här utgör aktiemarknaden en vital del.

Denna likvida och professionella globala andrahandsmarknad i aktier förutsätter att det sker en värderings- och urvalsprocess av företag och projekt. Detta sker bland annat genom kreditprövning, rating, värdepappersemissioner och i den löpande dagliga handeln. Som framgått är det ljuset av de senaste årens stora fluktuationer en central fråga hur väl denna värderings- och urvalsprocess fungerat.

Spararna och ombuden

Grundläggande för en sparare i aktier är att avgöra hur bolagen och dess ledning kommer att generera framtida vinster. Här framträder två viktiga problemställningar. För det första hur kan de undvika att investera i företag med dålig ledning och dåliga framtidsutsikter. För det andra måste de bekymra sig för risken att företagen inte håller sina åtaganden när de väl fått resurser från investerarna. Dessa två problem benämns ibland ”adverse selection” och ”moral hazard”. För att kunna hantera detta måste spararen ägna sig åt att samla och analysera information, skaffa sig kontrakt som begränsar dessa risker, kontrollera företagets agerande och se till att kontraktet följs.

Om varje sparare skulle behöva ta på sig dessa kostnader skulle det omöjliggöra sparande i denna form. Därför erbjuder finansmarknaden andra former för detta där professionella ombud utför dessa funktioner för spararnas räkning. Dessa professionella ombuds förvaltaruppdrag har därför en mycket viktig uppgift när det gäller att kontrollera risk och utöva ägandekontroll för spararnas räkning.

Framväxten av ett fondsparande inriktat på aktier har ställt nya och viktiga krav på kontroll av aktiespararnas medel. Starka ekonomiska drivkrafter gör fondsparande ekonomiskt för spararen som därmed ”slipper” det stora arbetet med att direkt följa upp investeringen som ett långsiktigt direktägarande skulle medföra. Emellertid ställs i motsvarande mån dessa krav på fondförvaltarna som inte bara ska följa upp placeringarna utan också ge spararna den information som behövs för att de ska kunna rationellt välja mellan olika fondförvaltare. Det gångna årets utveckling reser en rad frågetecken därvidlag. Det gäller frågor som hur aktiva ägarombud fondförvaltarna är, vilka legala möjligheter de har att utöva ägandefunktionen, och om fondspararna får den information de behöver för att kunna utvärdera fondförvaltarna. En annan fråga som aktualiseras är om det långsiktiga ägandet och kontrollen av viktiga produktionsresurser har kommit att bli mindre tydligt.

Det bör i detta sammanhang också framhållas att, som tidigare nämnts, skattesystemet motverkar en önskvärd rörlighet och effektiv omallokering av

sparandet mellan olika förvaltare. Möjligheterna att ”rösta med fötterna”, det vill säga sälja fondinnehavet när man är missnöjd med förvaltningen, försvåras eftersom detta utlöser reavinstbeskattning.

När det gäller att utvärdera det gångna årets kraftiga kursfluktuationer så måste understrykas att kursutvecklingen varit olika för olika typer av aktier. IT-bolagens kursutveckling har här intagit en särställning medan mer traditionella industriaktier varit mindre volatila. Det har således i hög grad varit fråga för professionella förvaltare att utöva sin kontrollfunktion på en ny tillväxtsektor som i varierande grad framvuxit i världens länder.

21

Sammanfattningsvis har alltså kapitalförvaltning och fondförvaltning en viktig uppgift att för sparare utöva kontroll över investeringar i aktier. En väg är att utveckla en genomtänkt och aktiv ägarstrategi. Denna bör kommuniceras till spararna som på så sätt kan välja en risknivå i sina i sina placeringar som är tydlig och anpassad till deras ekonomiska och andra förhållanden.

3.2 Nya marknadsplatser och nya former för handel

Nya former för aktiehandeln och nya slag av marknadsplatser har uppstått de senaste åren. Detta är på många sätt positivt, men innebär också problem.

Åtgärder: Det är rimligt att värdepappersinstitut som etablerar listor för handel i onoterade aktier tar ansvar för att placerarna får god och vederhäftig information. Även de auktoriserade marknadsplatserna, inklusive Stockholmsbörsen, bör förbättra sin kontroll av de listade bolagen. För konsumenten är det också angeläget att det tydligt framgår vilken ”börstatus” olika marknadsplatser och listor har, och vad det innebär för placeraren. Ett sätt att generellt förbättra informationsläget vore att ställa krav på samtliga noterade bolag att publicera all relevant information om sin verksamhet, och på ett jämförbart sätt, på sin hemsida. Det är också angeläget att diskutera och utveckla den självreglering som bedrivs inom ramen för marknadsplatserna

Marknadsplatser

En god genomlysning av aktiehandeln är en viktig förutsättning för att investerare ska kunna värdera sina egna aktier. Den snabba teknikutvecklingen och det stora intresset för aktier har drivit på utvecklingen av nya handelsmönster. Detta har aktualiserat de lagkrav som ställs på marknadsplatser och på tillsynen av marknadsplatserna.

De nya marknadsplatser som etablerats i Sverige har inneburit att en del av aktiehandeln kommit att ta nya vägar. I tablån nedan redovisas marknadsvärde respektive omsättning för aktier på Stockholmsbörsen och hos de två auktoriserade marknadsplatserna som finns i Sverige. Dessutom redovisas här Nya Marknaden som är handel med onoterade aktier vilka handlas i Stockholmsbörsens system. Som framgår är det än så länge tämligen blygsamma volymer på dessa nya marknadsplatser.

Den tekniska utvecklingen bidrar till att sänka transaktionskostnaderna samtidigt som aktörerna får bredare, snabbare och billigare informationsförsörjning. Den bidrar också till att sänka många trösklar för marknadsstillträde, vilket leder till en ökad konkurrens, bland annat när det gäller marknadsplatser. En ökad konkurrens mellan marknadsplatser är allmänt sett ett positivt inslag. Ett potentiellt problem finns dock. En handel som blir spridd på flera marknadsplatser, och där handeln på vissa dessutom bedrivs utanför normal affärstid, kan bli för illikvid jämfört med den tidigare strukturen med en handel koncentrerad i tiden och på en central marknadsplats. Detta kan bland annat inverka negativt på effektiviteten i prisbildningen

Marknadsplats	Marknadsvärde	Omsättning
	December 2000 (Mdr)	December 2000 (Mdr)
Stockholmsbörsen		
– A-listan	3 056	293,9
– O-listan	527,0	38,88
– Nya Marknaden ⁵	2,9	..
Nordic Growth Market	9,2	3,1
Aktietorget	1,4	0,96

Nya former för aktiehandel

Vid sidan av Stockholmsbörsen och de auktoriserade marknadsplatserna NGM och Aktietorget har det i Sverige under senare tid vuxit fram en flora av möjligheter att handla med aktier. Den vanligaste är värdepappersföretag som organiserar handel – en ”lista” eller ”marknad” – i mindre, icke noterade bolag.

En mindre, icke vetenskaplig, sökning på Internet visar att det finns minst 10–15 värdepappersföretag som tillsammans organiserar handel med aktier i mer än 150 bolag. På de bolag som listas ställs inga formella krav på information till allmänheten. Inte sällan marknadsförs denna handel med namn som kan ge intryck av en ”officiell” handel.

Det är i och för sig positivt att allmänheten ges möjlighet att spara i aktier även i icke noterade bolag. Detta är också bra för nya bolags kapitalförsörjning och för en effektiv kapitalmarknad att allmänheten också erbjuds att satsa kapital i nybildade bolag.

Men denna utveckling kan också leda till problem, framför allt när enskilda personer lockas att satsa sitt sparkapital i projekt och bolag som inte är seriösa.

Observationer under det gångna året.

Informationsgivning

Sparandet i aktier har ökat dramatiskt i Sverige. Inte minst PPM-fonderna, det nya inslaget i pensionssystemet, har ökat allmänhetens intresse för aktier. Statens utförsäljning av Telia har också varit en bidragande orsak till det stora aktieintresset hos den breda allmänheten. Olika medier, främst TV och tidningar, ger aktiesparandet stort utrymme vilket också påverkar allmän-

⁵ ”Nya Marknaden” är handel med onoterade aktier som organiseras av Stockholmsbörsen.

hetens val mellan olika sparformer. Detta ökade intresse har också mer långsiktiga orsaker och har inneburit att allmänheten har ett större intresse av information från marknadsplatserna.

Denna utveckling reser en rad frågor om vilka krav som man bör ställa på nya former för handel med aktier och andra finansiella instrument. Även om det inte finns några legala krav, vid sidan av de rent bolagsrättsliga, på att aktiebolag ska informera om sin verksamhet, så finns det anledning för aktiebolag som sprider sina aktier i en större krets ägare att också se till att ha en god informationspolicy.

23

När värdepappersinstitut hjälper bolag att sprida aktieägendet i en större krets, men utan att det blir formellt noterat på en marknadsplats, är enligt FI:s uppfattning institutet skyldigt att se till att bolaget håller en hög informationsstandard. För enskilda aktieägare som satsar sitt sparkapital i aktier är det självklart och mycket centralt att man erhåller viss grundläggande information om bolaget. Av intresse vid värderingen av information är här OECD:s principer för corporate governance⁶. Dessa principer skulle kunna utvecklas genom självreglering.

GRUNDLÄGGANDE KRAV PÅ MARKNADSPLATSERNA

Det finns i Sverige två typer av lagreglerade marknadsplatser, börs och auktoriserad marknadsplats. FI lämnar tillstånd. De skyddsintressen som finns på aktiemarknaden har medfört att det ställs särskilda krav på information och genomlysning av handeln. Dessa krav är desamma för börser och auktoriserade marknadsplatser (se 2:1 resp. 7:1 LBC), nämligen,

- fritt tillträde, dvs. alla som uppfyller uppställda krav ska få tillträde;
- neutralitet, som betyder att alla ska behandlas lika;
- god genomlysning, som innebär att medlemmarna får snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Därutöver ställs höga krav på information från de företag som önskar få sina aktier inregistrerade (se 5:1 LBC). Inregistrering av aktier kan bara göras på en börs. Inregistrerade aktier motsvarar det som inom EU och i andra internationella sammanhang kallas "official listing". I Sverige är det för närvarande bara Stockholmsbörsens A-lista som uppfyller kraven för "official listing".

FI har preciserat vilka minimikrav som gäller för inregistrering av aktier på en börs (se FFFS 1995:43). Bland annat krävs att bolaget har minst tre års historia, att marknadsvärdet på de listade aktierna uppgår till minst 10 milj.kr. och att minst 25 procent av bolagets aktier av samma slag är spridda till minst 1 000 ägare. Det finns dock en möjlighet för börserna att ge efter på dessa krav om börserna bedömer att marknadsförhållandena ändå är tillfredsställande.

Den svenska börslagen lämnar därutöver en möjlighet för börser att också tillåta handel med icke inregistrerade aktier. Det krävs emellertid att börserna klargör vilka skillnader som finns mellan olika aktier som handlas på börserna. Sådana aktier kan naturligtvis då i internationella sammanhang inte kallas "officially listed". FI ska i sin tillsyn se till att börserna på lämpligt sätt uppfyller detta informationskrav.⁷

⁶ OECD Principles of Corporate Governance (SG/CG(99)5 OLIS: 16-Apr-1999). Dessa principer handlar om bl.a. aktieägarnas rättigheter, likabehandling av aktieägare, resultatredovisning, mål med verksamheten, större ägares aktieinnehav, styrelse och ledningspersoner, förutsägbara risker, m.m.

⁷ Se prop. 1991/92:113 s. 85.

Olika krav på olika marknadsplatser

På Stockholmsbörsen finns också icke-inregistrerade aktier noterade på O-listan, där kraven inte är lika höga som på aktierna på A-listan. Börsen upplåter dessutom sina system till börsmedlemmar (värdepappersinstitut) som vill "lista" andra bolag och dessa finns på en lista som kallas Nya marknaden. Bolagen på denna lista uppfyller alltså inte de officiella listningskraven.

Här ges en översikt på vilka krav som ställs på olika svenska marknadsplatser och listor.

24

Listningskrav	Stockholmsbörsen			NGM Equity	Aktietorget
	A-listan ("official list")	O-listan	Nya Marknaden		
Historia	3 år			Nej	Nej
Dokumenterad vinstintjänings- förmåga	Ja			Nej	
Börsmässiga krav på ledning	Ja	Förutsätt- ningar ska finnas		Ledningen ska godkännas av NGM	
Spridningskrav; ägare med minst en handelspost	2 000 (1/2 bb)	300 (1/4 bb)	300 (1/4 bb)	300 (ingen hänsyn till handelspost)	200 (1/10 bb)
Minsta spridning	25% av aktier och 10% av röster	10% av aktier och 10% av röster	25% av aktier och 10% av röster	25% av aktier	1/3 av EK, dock minst 2 Mkr och 1/5 av röster
"Börsvärde"	Minst 300 Mkr	Inget krav	50 Mkr	Inget krav	Eget kapital minst 2 Mkr
Prospekt vid notering	Ja	Ja (ej formellt krav)		Ja	
Övervakning av listade bolag	Ja	Ja	Bolaget måste ha en "sponsor" som ska se till att bola- get följer listnings- och informations- krav	Ja	
Övrigt			Handlas i Stockholms- börsens handels- system	Market maker handlas i NGM:s system	Handlas i Stockholms- börsens handels- system

Grundläggande krav på börser och auktoriserade marknadsplatser är att de ska driva verksamheten så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. Verksamheten ska också vara sund.

En viktig del av informationsgivningen, vid sidan av publiceringen av kurser, är den information som lämnas i prospekt. Aktier och andra fondpapper får inte inregistreras förrän ett prospekt har offentliggjorts av utgivaren (LBC 5:1). Prospektet ska innehålla de upplysningar som krävs för att en investerare ska kunna göra en välgrundad bedömning av bolagets verksamhet och ekonomiska ställning. Vidare krävs att bolaget ska offentliggöra de upplysningar om sin verksamhet som är av betydelse för bedömning av kursen på aktien (LBC 5:3).

Med tanke på den spridning internet har kommit att få, finns anledning att överväga om inte tiden är mogen att kräva att alla marknadsnoterade bolag ska ha en egen hemsida där den senaste bolagsinformationen alltid finns tillgänglig. FI anser att det bör finnas vissa minimikrav på vad en sådan hemsida ska innehålla. Detta är en uppgift som de tre marknadsplatserna som nu finns här i landet snarast bör finna en gemensam lösning på. En viss standardisering av informationen borde underlätta för placerare att jämföra olika bolag.

Likviditet

Den mycket kraftiga variationerna på världens aktiemarknader har kunnat absorberas på så sätt att likviditeten generellt sett upprätthållits. Bidragande till detta har varit de räntesänkningar som vidtagits sedan årskiftet framförallt i USA.

När det gäller lokala marknader och enstaka mindre likvida aktier är bilden annorlunda. Här har likviditetsfluktuationerna varit betydande i takt med att marknadens uppfattning om risk varierat. Mot denna bakgrund är det mycket angeläget för den som investerar i olika aktiebolag att veta vilken "börs-status" bolaget har; är aktien "listad" på en reglerad marknad eller handlas den OTC? Alltför ofta blir den enskilde medveten om detta först när aktiekurserna faller – och då det är särskilt svårt att hitta köpare till illikvida OTC-aktier. Egentligen ska det vara självklart att instituten upplyser sina kunder om detta, men så har inte alltid skett. Det vore också önskvärt om detta framkom tydligare i informationen till marknad och allmänhet.

Det är viktigt att marknadsplatserna upprätthåller höga kvalitetskrav på de bolag man listar. Dessa krav måste också löpande anpassas till ändrade förutsättningar. Listningskraven på börser och marknadsplatser bör därför utvecklas vidare. Detta gäller bland annat frågan om spridningskrav och om sanktioner mot såväl de noterade bolagen som deltagarna på marknaden när regelöverträdelser upptäcks. Vidare finns skäl för alla marknadsplatser att stärka sin kontroll av de listade/noterade bolagen. Detta gäller bland annat kontrollen av bolagens information om nya styrelseledamöter och vid byte av verkställande direktör och andra ledande befattningshavare.

Särskilt under perioder av kraftigt varierande kurser och varierande volym i aktiehandeln är det viktigt med fullständig klarhet beträffande likviditet och prisbild på marknaden. När det gäller likviditeten har den stundtals varit mycket god även i mindre aktier och på mindre marknadsplatser. Men när sedan börseuforin vänt så har likviditeten gjort detsamma och kunderna upplevt problem. Detta problem blir extra tydligt i den handel som värdepappersinstituten själva organiserar eftersom handeln där oftast är relativt "tunn" och då är det extra svårt att hitta köpare när kursnivån är osäker.

Självregleringen

För att självreglering ska fungera väl måste vissa förutsättningar vara uppfyllda. En sådan är att det måste finnas tongivande och erfarna aktörer med engagemang i frågor om etik och regelverk. Det krävs också en organisation med kompetens och auktoritet som handhar övervakningen. Man kan säga att marknaden måste meritiera sig för självreglering. Självreglering innebär inte att FI frångår sig ansvaret för marknaden. FI har alltid i sista hand ansvaret och självreglering kan i visst hänseende anses innebära en delegering.

ring med tillhörande rapporteringsskyldighet. En annan viktig förutsättning för en väl fungerande självreglering är att den är tydlig och begriplig och har ett brett stöd i hela marknaden. I annat fall är risken överhängande för ett ”kollegialt” beteende som skyddar de etablerade aktörerna. Därför måste system utarbetas för redovisning inte bara till FI utan också till alla andra akörer i marknaden.

Mot bakgrund av utvecklingen av aktiemarknaden under senare år finns all anledning att fråga sig hur den nuvarande strukturen av självreglering har fungerat vid Stockholmsbörsen och de två auktoriserade marknadsplatserna.

- Har dessa med sin egen normgivning och med sina egna sanktionssystem förmått att hantera de frågeställningar som uppkommit?
- Har självregleringen lett till ett tillräckligt snabbt agerande? Just snabbheten att kunna reagera på önskad utvecklingstendenser framhålls som den stora fördelen med självreglering.
- Har de tre reglerade marknaderna i sin informationsgivning kunnat för allmänheten klargöra skillnaderna mellan olika ”listor” och olika vägar att handla med aktier, både noterade och onoterade?
- Har de tre reglerade marknaderna, med de sanktionssystem de besitter, kunnat hantera ”lycksökare” på marknaden. Det kan ju i detta sammanhang noteras att exempelvis Stockholmsbörsens egen så kallade Trustorutredning föreslog redan 1998 att börser/marknadsplatser borde vidareutveckla kontrollverksamheten bland annat vad gäller ytterligare information om nya styrelseledamöter och vid byte av verkställande direktör eller ekonomichef.

Det kan här vidare konstateras att antalet sanktionsärenden vid Stockholmsbörsen och övriga marknadsplatser under det gångna året har varit få; Stockholmsbörsens disciplinnämnd har bara hållit ett sammanträde under 1999 och inget år 2000. Stockholmsbörsen har på FI:s begäran lämnat en redogörelse för börsens arbete med notering och övervakning under år 2000. Börsen nämner några ärenden av speciell karaktär såsom informationshanteringen i framför allt Icon och Framfab samt hanteringen av goodwill i IT-bolag.

Sammanfattningsvis talar mycket för att självregleringen i Sverige, bland annat vid Stockholmsbörsen och de två marknadsplatserna NGM och Aktietorget måste bli föremål för en fördjupad granskning av FI. Formerna för en sådan granskning kan diskuteras. Erfarenheterna av den särskilda rapport som FI begärt av Stockholmsbörsen för verksamheten under år 2000 bör kunna vara en utgångspunkt. FI anser att Stockholmsbörsen som största marknadsplats bör ta ett initiativ på detta område.

Självregleringens innehåll måste löpande utvärderas och dess effektivitet måste ställas i relation till utvecklingen i Sverige och internationellt för att kunna svara upp mot de krav som lagstiftningen ställer. Sammantaget kan konstateras att detta område bör bli föremål för ytterligare överväganden.

När det gäller frågor rörande risker och likviditet i aktier bör informationen förbättras och kraven på detta område höjas. Stockholmsbörsen och de andra marknadsplatserna bör överväga och öppet redovisa hur de avser utveckla riskklassificering, krav på spridning och information om likviditeten i olika aktier.

FI anser också att det bör övervägas krav på att samtliga noterade bolag ska ha en egen hemsida där bolaget ska publicera all relevant information om sin verksamhet.

3.3 Marknadsintroduktioner, prospekt och annan information

Kvaliteten på prospekten behöver förbättras. Eftersom småspararna kommit att bli allt viktigare deltagare på aktiemarknaden ökar vikten av detta.

Åtgärder: Ansvaret för prospektens kvalitet bör i första hand utkrävas av emittenter och emissionsinstitut och bör i stor utsträckning kunna hanteras genom självreglering på marknaden. Dessutom bör krav på prospekt och prospektgranskning som omfattar alla auktoriserade marknadsplatser övervägas. Aktiebolagskommitténs förslag om bland annat skadeståndsansvar för fel och brister i ett emissionsprospekt bör genomföras. FI kommer i samband med att prospektreglerna ses över på EU-nivå också ta upp frågan med alla berörda parter i Sverige i syfte att finna en lämplig svensk modell för detta.

Allmänheten allt mer involverad

En bred allmänhet har blivit mer och mer involverad i aktiehandeln. När det gäller marknadsintroduktioner har prospekt en mycket viktig funktion som informationskälla. Detta gäller för såväl professionella aktörer som den aktieplacerande allmänheten. Vad som står i prospektet utgör det främsta och viktigaste underlaget när investerare ska bedöma och värdera ett bolag inför beslut om köp. Några grundläggande frågor i det sammanhanget är:

- Vilken kvalitet har informationen?
- Lämnas informationen på lämpligt sätt?
- Hur marknadsförs dessa introduktioner?

Tillräcklig information i prospekten?

De senaste åren har många nyetablerade företag marknadsnoterats, vilket innebär speciella problem vid värdering av nya produkter och förväntad försäljning. När aktiekurserna gick upp och mentaliteten på marknaden var euforisk, medförde detta att många prospekt baserades på mycket optimistiska framtidsbedömningar av företag och marknader. När kursutvecklingen sedan vände kände sig många lurade när man kunde jämföra bedömningarna i prospekten med de verkliga utfallen.

Den givna frågan är om den information som lämnades av företagen varit så god som den borde ha varit. När det gäller IT-bolag som byggt på utveckling av ny teknologi är det tydligt att en allmän övervärdering av möjligheten att

snabbt kunna omsätta denna teknik kommersiellt gjorts av många i marknaden. Frågan är i vilken utsträckning detta har varit ett problem som kan hänföras till bristande kvalitetskrav och brister i reglering och tillsyn av informationsgivningen till kunder, och i vilken grad de handlar om de ofrånkomliga svårigheterna att bedöma framtiden.

Det finns också exempel på mer uppseendeväckande avarter när det gäller prospekt. Ett tidigare värdepappersbolag medverkade i sin corp-verksamhet till att sätta ett antal bolag på marknaden. Uppgifterna i dessa prospekt visade prov på brister som tydligt illustrerar vikten av att ha kvalitetskrav på prospekten.

Det finns formella krav på hur prospekt ska utformas och vilken information det ska innehålla för att investeraren ska få en rättvis bild av bolaget. Trots detta finns det mindre goda exempel på marknadsintroduktioner. Det har också blivit allt vanligare att bolagen själva, ofta tillsammans med sina rådgivare, upprättar och till allmänheten endast sprider s.k. ”förenklade prospekt”, vilket ofta är en slags säljbroschyr på basis av det granskade och godkända prospektet.

De höga, formella krav som ställs på ett prospekt har kommit till för att allmänheten ska få en fullständig och rättvis bild av bolaget. Dessa krav bygger på internationella regler, bland annat inom EU, och är en del av en strävan globalt att förbättra informationen. En konsekvens är emellertid att den totala informationsmängden blir alltför omfattande och för svåröverskådlig för många placerare, med risk för att många placerade inte orkar tränga in i ett prospekt och därför inte heller uppmärksammar viktig information. Därför finns också ett legitimt behov av ett informationsmaterial som ger den nödvändiga, grundläggande informationen och samtidigt kan utgöra en läsanvisning och sammanfattning av prospektet.

FI deltar på det europeiska planet i diskussioner om förenklingar av prospekt. FI avser att också ta upp frågan om ”förenklade prospekt” med företrädare för olika intressenter i den svenska marknaden.

Det är emittenterna och andra utgivare som ansvarar för innehållet i de prospekt som de ger ut. Emellertid finns ett antal kontrollmekanismer till skydd för den investerade allmänheten. För det första har börser och marknadsplatser där aktierna ska noteras, ett ansvar för den information som det noterade bolaget ska lämna till marknaden. Vidare har de värdepappersinstitut som i sin corporate finance-verksamhet är rådgivare till bolaget ett visst ansvar för att den informationen som lämnas i prospekt blir korrekt. För det andra har FI ett godkännande så kallade erbjudandeprospekt.

Aktiebolagskommittén har i sitt slutbetänkande (SOU 2001:1) behandlat frågan om vilket ansvar som ska kunna utkrävas för felaktigheter och brister i ett prospekt. Kommittén föreslår att aktiebolag ska kunna åläggas ett skadeståndsansvar för fel och brister i ett emissionsprospekt. Likaså ska enligt kommitténs förslag en aktieägare kunna bli skadeståndsskyldig för felaktigheter i ett så kallat erbjudandeprospekt. Dessa åtgärder framstår som väl avvägda.

Det är viktigt för investerarna att prospektgranskningen sker så att man säkerställer att det finns verklighet bakom prospekten och att ägarna blir synliga och ägarstrukturen klarlagd.

När ett bolag ansöker om inregistrering på en börs så ska bolaget upprätta ett börsprospekt. Sådana prospekt granskas och godkänns av börsen. För notering på en auktoriserad marknadsplats (Nordic Growth Market och Aktietorget) krävs följaktligen inget börsprospekt.

Vid emissioner och erbjudanden på minst 300 000 kronor som riktar sig till en öppen krets ska prospekt upprättas. Sådana prospekt ska lämnas till FI för registrering. Gäller det en emission av fondpapper som inte är registrerade på en börs ska emissionsprospektet dessutom godkännas av FI. För att registrera ett prospekt kontrollerar FI att den information som krävs enligt lag finns i prospektet. Någon skyldighet att kontrollera att uppgifterna i prospektet riktiga har dock inte FI, utan ansvaret för innehållet åvilar den som ger ut prospektet. Vad som formellt sätt är ett ”godkännande” från FI är alltså i realiteten en registrering och en granskning av formalia.

Frågan är om rådande ordning är ändamålsenlig. Starka skäl talar för att när någon avser att sprida aktier på värdepappersmarknaden så måste det ställas mycket höga krav på information om bolaget eller annan som lämnar erbjudandet. Det finns skäl som talar för en systematisk genomgång av de olika krav på prospekt som finns. Vid en sådan genomgång bör man också fråga sig om det idag finns några bärande skäl till att inte ställa lika höga krav alla slag av prospekt, vare sig de ska godkännas av en börs, marknadsplats eller FI. Det gäller här grundläggande information som är en typ av kollektiv vara och en väsentlig förutsättning av handeln.

3.4 Corporate finance

Hantering av de intressekonflikter som finns i corporate finance-verksamhet har i vissa fall varit bristfällig. FI har på olika sätt vidtagit åtgärder för att motverka dessa problem. De riktlinjer som Fondhandlarenföreningen ställt upp bidrar till att stärka kulturen inom corporate finance.

Åtgärder: Det finns skäl för FI att överväga om inte gällande regelverk på området behöver stärkas ytterligare, bland annat när det gäller betalning av corp-uppdrag med aktier. FI kommer att fortsätta diskutera dessa frågor med branschen.

Aktier som betalning vid corp uppdrag

Under det gångna året rådde högttryck på corporate finance-avdelningarna. Aktiviteten i samband med nyemissioner, börsintroduktioner och uppköp var omfattande. Lönsamheten i corp-verksamheten var under året mycket god, vilket pressade upp löner och andra ersättningar som till exempel bonus. Detta aktualiserar frågan om vilka intressekonflikter som kan uppstå mellan corp-verksamhetens ”serviceroll” visavi kunder och marknad och företagets incitament att till egen fördel investera i nyemitterade aktier. Att kunna hantera dessa intressekonflikter är nödvändigt för att förtroendet för marknaden ska upprätthållas.

Ett exempel på detta är frågan om värdepappersinstitut ska kunna ta emot aktier och aktierelaterade finansiella instrument som betalning för utförda corp-uppdrag. Vid ett corp-uppdrag får värdepappersinstitut fullständig insyn i berörda bolag. Institutet skaffar sig härigenom en kunskap om och en helhetsbild av bolaget som ingen utomstående kan erhålla. Institutet spelar också en viktig roll vid prissättningen av de finansiella instrumenten som ska spridas på marknaden.

Intressekonflikt kan uppstå vid mottagande av finansiella instrument som betalning för corp-uppdrag på främst följande sätt. För det första kan bolag som tillhandahåller corp-tjänster få en särskild insynsställning som om den utnyttjas i placeringsverksamheten leder till en informationsfördel och en brist i likabehandling mellan aktieägare. För det andra kan en intressekonflikt uppstå mellan bolagets strävan att nå egen fördel genom att ta emot betalning i viss form och bolagets roll som tillhandahållare av tjänster som ska ha marknads förtroende.

Skulle institutet samtidigt få betalt för uppdrag i form av aktier utgivna av bolaget, finns det en uppenbar risk för att det kan misstänkas för att gå sina egna ärenden. Lagen är tydlig på denna punkt; värdepappersinstitut ska undvika intressekonflikter (se LVR 1:7).

Vid sidan av dessa allmänna krav har i regelverket frågan om hantering av intressekonflikter uppmärksamats på ett flertal olika sätt. I aktiebolagslagen är en grundläggande princip den så kallade likabehandlingsprincipen (ABL 9:16). Vidare reglerar insiderlagstiftningen hur information får hanteras av personer med insynsställning. Inom ramen för självregleringen har Aktiemarknadsnämnden givit sin syn på hantering av information i samband med emissioner (se uttalanden 1988:12 och 1990:1).

FI har, efter att ha hört branschen, kommit till slutsatsen att värdepappersinstitut trots allt bör ha möjlighet att ta emot aktier som betalning, men endast under vissa förutsättningar. Utgångspunkten är att institutet måste ha en organisation och rutiner samt utveckla interna normer som säkerställer att intressekonflikterna hanteras på ett godtagbart sätt.

FI har i diskussionen med branschföreträdare preliminärt pekat på några slag av åtgärder som skulle kunna leda till att intressekonflikterna minskar och hanteras bättre.

- Beslut om att ta emot aktier som betalning bör inte tas av corp-avdelningen själv utan på en högre nivå i bolaget.
- Det bör finnas begränsningar av hur mycket som får förvärvas. Ett skäl för detta är att dessa aktier eller finansiella instrument är en osäker fordran till dess instrumenten har sålts.
- Offentliggörande av förvärven. Därigenom får marknaden och de som överväger att acceptera erbjudandet information om att vp-institutet har ett eget intresse i att aktierna vid introduktionen eller liknande får ett så högt pris som möjligt. Genomlysning är här ett effektivt medel.
- Företaget ska ha interna rutiner för att hantera de intressekonflikter som kan uppstå.

Bonus- och belöningssystem

Inom corporate finance har belöningssystem av olika slag under perioden av upp- och nedgång på börsen givit upphov till stora utbetalningar till anställda i denna verksamhet. Dessa belönings- och bonussystem har världen över varit starkt transaktionsdrivna. Detta innebär att starka incitament skapats för att generera nya affärer och nya transaktioner i verksamheten.

Den vinstdelning som aktieägarna därmed genomfört med sin personal har varit starkt konkurrensbetingad, men inte fri från problem. För det första kan bonusen leda till en överfokusering på att genomföra nya affärer, vilket kan inverka på kvaliteten i corporate finance verksamheten. Exempel på områden där detta kan ha inverkat är kvaliteten i prospekt och rådgivning till kunder. För det andra är bonusarna att likna vid en typ av ”windfall profit” som aktieägarna därför haft lättare att avstå ifrån. Emellertid är detta inte reversibelt när man utsätts för vad som skulle kunna kallas ”windfall losses”.

31

FI:s aktionsplan

Under 1999 uppmärksammade FI tendenser till ökade regelöverträdelser på finansmarknaden. Uppgången i aktiekurserna hade startat och frågor rörande regelöverträdelser och insiderhandel följde i utvecklingens kölvatten. Problemen spände över ett brett spektrum och FI formulerade en aktionsplan. I denna ingick även åtgärder inom värdepappersinstituten, bland annat frågor om hantering av sekretessbelagd information, intressekonflikter och separation av olika verksamheter och om behovet av kraftigare ”kinesiska murar” mellan olika avdelningar för att undvika otillbörlig informationsöverföring.

I aktionsplanen fastställdes att en granskning skulle ske av de intressekonflikter som finns. Denna granskning påbörjades under år 2000 hos de viktigare värdepappersinstituten, nämligen de som är börsmedlemmar. Bland annat kontrollerades åtgärder för att hålla värdepappersfunktioner åtskilda. Granskningen har visat att samtliga börsmedlemmar har rutiner och regler för hur corporate finance-verksamhet ska hållas åtskild från övrig verksamhet.

FI avser nu att gå vidare och under 2001 även granska hur små och medelstora värdepappersbolag, som inte är börsmedlemmar men som har tillstånd att driva corporate finance-verksamhet, hanterar frågor kring

- sekretessen kring uppdragen,
- kontroll av kunder och
- kontroll av i prospektet återgivna och i övrigt för uppdragen väsentliga uppgifter.

Riktlinjer för corp verksamhet

Redan i samband med den så kallade Trustor-affären aktualiserades ett antal frågeställningar med principiell räckvidd, som alla berör corporate finance området. Slutsatsen var att god sed inom corporate finance behöver utvecklas. I sammanhanget kan nämnas att Fesco, det europeiska samarbetsorganet för värdepapperstillsyn, är i färd med utarbetandet av förslag som kan tillgoda vissa av önskemålen på detta område.

När det gäller problemställningar kring corporate finance-verksamhet har dessa varit föremål för arbete inom Fondhandlareföreningen. I februari 2001 har föreningen fastställt principer och riktlinjer för corporate finance-verksamhet för sina medlemmar. De viktigaste punkter här är följande.

- Sekretess kring uppdrag.
- Rutiner bör utarbetas inom företagen som gör det möjligt att hindra anställda i corporate finance-verksamhet att för egen räkning handla i finansiella instrument som berörs av planerade eller pågående uppdrag eller i situationer där intressekonflikter kan föreligga.
- Företagen bör se till att intressekonflikter beaktas och undviks. Företag bör ha rutiner för riskanalys av corporate finance uppdrag.
- Kontroll bör göras av nya kundföretag och företrädare för dem. Uppdrag bör inte accepteras om det reella ägandet inte kan fastställas med hög grad av säkerhet.
- Uppgifter som återges i prospekt ska kontrolleras.

FI avser att under 2001 även granska hur små och medelstora värdepappersbolag, som inte är börsmedlemmar men som har tillstånd att driva corporate finance-verksamhet, hanterar frågor kring bland annat sekretess, kontroll av kunder och kontroll av uppgifter i prospekt.

Fondhandlareföreningens förslag till riktlinjer utgör viktiga steg för att stärka kulturen inom corporate finance. FI kommer att initiera en diskussion kring dessa frågor med branschen.

3.5 Revisionsfrågor

Utvecklingen inom revisionområdet har gått mot att revisionen löpande uppmärksammar och kontinuerligt rapporterar om händelser.

Åtgärder: Kommande regler om revisionsgranskade delårsrapporter är välkomna och införandet bör påskyndas.

Ett antal nya bolag har kommit att noteras på olika marknadsplatser de senaste åren. Ett vanligt mönster har varit att deras aktiekurser först stigit snabbt för att därefter sjunka drastiskt. Många av dem blev under denna tid föremål för sammanslagningar och nyemissioner. Frågan är vilken roll revisorerna kan fylla för att säkerställa en god informationsgivning och en korrekt värdering.

Revisorer har enligt aktiebolagslagen en särskild roll i samband med ökning av aktiekapitalet genom nyemission och fondemission. Styrelsen ska lämna en redogörelse för händelser av väsentlig betydelse för bolagets ställning, vilka inträffat efter årsredovisningens avgivande. Denna redogörelse ska revisorerna avge ett yttrande över.

Om ett bolag nyemitterar aktier ska revisorerna ta ställning till bolagets värdering av good-will efter det att årsbokslut upprättats och efter det att

beslut om nyemission fattats. När ett bolag ska köpa ett annat bolag och som köpeskilling lämna egna aktier som nyemitteras för detta syfte, ska revisorerna ta enligt aktiebolagslagen ställning till bolagets värdering av de egna aktierna. Revisorerna har i samband med bokslutet tidigare gjort en värdering av denna post. Vid förvärvstidpunkten har emellertid två av varandra oberoende parter gjort upp om ett pris på bolagets aktier i samband med nyemission som kan implicera ett helt annat värde för good-will än vid bokslutstillfället. Till detta har nu revisorerna att ta ställning, och många upplever detta som en svår situation. När det gäller nya bolag som ska noteras på en marknadsplats gör också sig speciella frågor gällande för revisorerna.

33

Under senare år har revisionspraxis utvecklats när det gäller hur den hanterar frågor rörande riskhantering och osäkerhet. Revisorns roll har alltmer blivit inriktad mot vad som kallas assurance, det vill säga en kvalitetssäkring av verksamheten på mer löpande basis och i en bredare mening än den traditionella revisionen. Tempot på aktiemarknaden har dessutom ökat vilket sammantaget gör att den traditionella revisionsberättelsen tappat i intresse. Det finns goda skäl att lägga ökad vikt vid händelser under året och att sprida kunskap om detta assurance-arbete.

För att förbättra informationen till aktiemarknaden finns därför goda skäl att den översiktliga revisionsgranskningen kvartalsvis blir ett viktigt inslag i de noterade bolagens informationsgivning. Kommande regler från EU om revisionsgranskade delårsrapporter blir här ett viktigt inslag/instrument för detta.

Revisorernas oberoende ställning är en fråga som från tid till annan tas upp till debatt. Å ena sidan hävdar vissa att revisorerna bör renodla sina roller så att de entydigt har bara en uppgift, nämligen att granska bolaget. Å andra sidan hävdar revisionsbranschen att revisionsarbetet har blivit mer komplext och kommit att omfatta nya områden, vilket kräver att revisorerna breddar sin kompetens genom att utveckla specialistkunskaper utanför den traditionella revisionen. För att denna vidare uppgift ska kunna hanteras tillfredställande krävs att revisorerna kan upprätthålla en bred kompetens genom att arbeta med andra frågor än ren revision, som t ex konsultverksamhet.

Revisionsfrågornas är föremål för diskussion också i andra länder. Exempelvis har den amerikanska tillsynsmyndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) lagt fram förslag för att modernisera och klargöra vilka principer som ska råda beträffande revisorers finansiella och anställningsmässiga förbindelser med sina klientföretag. Dessa frågor kommer att behandlas vid IOSCO:s årskongress som äger rum i Stockholm den 23–29 juni.

3.6 Redovisningsfrågor

Utvecklingen inom den europeiska redovisningsnormeringen lägger en ökad vikt vid de finansiella tillsynsmyndigheternas arbete.

Åtgärder: Det finns anledning att diskutera hur FI:s framtida roll inom redovisningsområdet kan och bör utformas och hur samspelet med självregleringen inom området ska ske. Utvecklingen mot ”fair

value-baserad” redovisning bör understödjas bland annat därför att detta skulle minska gapet mellan traditionell redovisning och analytikernas företagsvärdering.

Under det gångna året har några redovisningsfrågor av betydelse inte minst för tillväxtföretagen – oavsett om de är verksamma inom IT, telecom, biomedicin eller någon annan sektor – diskuterats bland redovisningsnormgivare nationellt och internationellt. Till dessa frågor hör frågor om redovisning av koncerngoodwill, personaloptioner och intäktsredovisning.

Den kraftiga uppgången i aktievärden på börsen kontrasterar i viss bemärkelse mot den värdering som är gängse i redovisningssammanhang. Detta då bolagens externa redovisning syftar till en ”objektiv” värdering baserat på en tillbakablickande analys av vad som redan har hänt. Aktieanalytikernas värdering av aktier däremot är framåtblickande och har således ett annat perspektiv genom att bedömningen baseras på framtida kassaflöden och på vad man därmed bedömer kommer att hända i framtiden.

Teoretiskt sett motsvaras en akties marknadsvärde av det diskonterade värdet av det förväntade kassaflödet i det bolag som ställt ut aktien. Men i vad mån aktieanalytikernas bedömningar under år 2000 av IT-företagens aktier överhuvudtaget baserats på uppskattningar av framtida kassaflöden är svårt att bedöma. FI befinner sig idag på ett alltför stort avstånd från diskussionerna med de noterade bolagen om deras tillämpning av olika redovisningsprinciper för att kunna göra en sådan bedömning.

När det gäller redovisningsfrågorna kan preliminärt följande slutsatser dras. För det första har gällande redovisningsregler rörande good-will och intäktsredovisning utvecklats och upprätthållits. För det andra visar utvecklingen att det finns goda skäl att gå vidare mot en ”fair value”-baserad redovisning, det vill säga en redovisning baserad på verkliga värden. Därigenom minskas gapet mellan externredovisning, som ofta styr verksamhetsregler och analytikernas värdering av aktier, som ligger till grund för de affärsmässiga besluten.

I IOSCO:s rapport om ”Investor protection in the new economy” som gavs ut förra året, ingick frågan om redovisningsprinciper tillsammans med bland annat frågor om att bevara förtroendet för aktiemarknaden, insider-problematiken samt andra frågor som ansågs vara viktiga delar i skyddet för investerare och som i sammanhanget ansågs vara en självklar uppgift för börs-tillsynsmyndigheter.

I samband med EU-kommissionens förslag om att alla börsnoterade företag inom EU ska använda internationella redovisningsstandards (IAS) i sin koncernredovisning från och med år 2005, har kommissionen indikerat att Europas börstillsynsmyndigheter, genom den gemensamma organisationen FESCO, bör ha en aktiv roll när det gäller kontrollen av att det nya redovisningsregelverket efterlevs.

Utvecklingen inom den europeiska redovisningsnormeringen lägger således en ökad vikt vid de finansiella tillsynsmyndigheternas arbete. Mot denna bakgrund och i ljuset av den gångna utvecklingen på aktiemarknaden finns det anledning att diskutera hur FI:s framtida roll inom redovisningsområdet

kan utformas och hur samspelet med självregleringen inom området ska ske. Slutsatsen är att den nuvarande strukturen med självreglering har en rad fördelar, men det är nödvändigt för FI att nu definiera hur ett större ansvar inom detta område skulle kunna utformas.

3.7 Tillstånd att bedriva värdepappersrörelse

Tillströmningen av nya bolag har varit förhållandevis måttlig, och tillståndsgivningen som sådan har inte varit någon källa till problem under det gångna året. En positiv faktor med beröringspunkter med tillståndsgivningen är den licensiering av rådgivare som nu kommer att genomföras.

Åtgärder: En ytterligare utveckling av FI:s metoder för ägar- och ledningsprövning bör övervägas och Svenska Fondhandlareföreningens licensieringsprogram bör understödjas

35

De finansiella företag som upprätthåller marknad i finansiella instrument fullgör en viktig roll. Utvecklingen under senare år har inneburit att antalet aktörer ökat på den svenska värdepappersmarknaden. Nya företag och nya anställda har kommit att verka på marknaderna under närmast drivhusliknande förhållanden. Detta innebär att en generellt högre risknivå kan ha etablerats i handeln.

Studerar man utvecklingen av antalet bolag kan man notera att en ökning visserligen har skett men att denna inte är uppseendeväckande. Den största ökningen ägde som framgår nedan rum år 1999.

	1999	2000	2001(april)
Antal bolag totalt	103	108	105
Antal nya sen föregående år	17	12	1
Antal nedlagda sen föregående år	7	8	4

Antalet bolag är i stort sett konstant och omsättningen i populationen är också förhållandevis måttlig. En kraftig uppbromsning har ägt rum när det gäller nyetablering under 2001 i takt med att marknadsförutsättningarna ändrats. Frågan som bör ställas är därför snarast om kvaliteten i verksamheten i vissa bolag och hur den kan säkerställas genom FI:s tillståndsgivning.

Kraven på tillträde till marknaden läggs fast i lagstiftning, FI:s föreskrifter och genom den praxis för auktorisation som gäller. FI uppmärksammade under 1999 i sin tillsyn problem med regelövertredelser i värdepappershandeln, och två institut fick en varning. Detta ledde fram till en aktionsplan, eftersom slutsatsen drogs att problemen kunde vara indikationer på en allmän försvagning av kulturen i sektorn.

FI kan i sin tillståndsgivning ställa krav på verksamhet, ledning och ägare. Ett system för ägar- och ledningsprövning finns enligt internationell förebild innehållande bl a systematisk kontroll av offentliga register. Erfarenheter från den löpande tillsynen av marknaden är viktiga inslag. En särskild satsning gjordes därför inom ramen för aktionsplanen med att göra en särskild

ledningsprövning. Därutöver kan FI på ett flertal sätt i tillståndsgivningen aktivt ställa krav på bolagen.

Mot bakgrund av de erfarenheter som gjorts under det senaste året finns anledning att ytterligare överväga om FI:s metoder för ägar- och ledningsprövning kan ytterligare skärpas.

3.8 Insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan

De senaste årens börsutveckling har skapat incitament för insideraffärer och otillbörlig kurspåverkan. Tillsammans med den tekniska utvecklingen har detta för FI:s del krävt betydande insatser.

Åtgärder: FI bör ha möjlighet att snabbt kunna ingripa mot misstänkta brott. Det behövs en anpassning av verksamheten så att utredningar och bevakning av bland annat Internetaktiviteter kan ske snabbare och effektivare. Samtidigt utreder FI och Ekobrottsmyndigheten hur samarbetet mellan myndigheterna kan utvecklas ytterligare. Dessutom krävs informationsinsatser för att förbättra kunskaperna om insiderlagstiftningen.

Otillåten insiderhandel uppstår – lite förenklat – när en person i handel med finansiella instrument utnyttjar icke offentliggjord information. Han utnyttjar alltså hemlig information som andra på marknaden inte har och inte heller kan få tillgång till. Informationsasymmetrier av denna typ skapar problem och kostnader och leder till en mindre effektiv marknad genom att olika parter inte har samma förutsättning att värdera tillgångarna på marknaden.

FI:s marknadsövervakning har under 1999 och 2000 gått på högtryck. Nyemissions- och uppköpsaktiviteten i kombination med förväntningar om värdestegring och bristande internkontroll i företagen, skapas incitament för insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan.

FI påbörjade under förra året 20 utredningar om otillbörlig kurspåverkan, ofta om privatpersoner som handlar via automatisk orderförmedling på internet, ett nytt fenomen framfört av teknik- och strukturutvecklingen.

Antal till åklagare överlämnade ärenden om misstänkt insiderhandel och otillbörlig kurspåverkan åren 1998–2000.

	1998	1999	2000
Överlämnade	3	11	14

Källa: FI:s årsredovisning

Det är viktigt att ha kapacitet att klara av de extra belastningar inom marknadsövervakningen som uppkommer när aktiviteten på aktiemarknaden ökar. FI:s bemanning har varit och är för liten för att kunna hantera en uppgång i ärendemängden av det slag som inträffat de senaste åren. FI har därför på ett flertal sätt förstärkt kapaciteten på detta område men mer behöver göras. Detta har styrkts av den enkät till ledande befattningshavare i finanssektorn där en mycket klar önskan framfördes om en förstärkning av FI:s kapacitet på detta område.

Under 2001 har FI genomfört ett antal interna anpassningsåtgärder i syfte att öka kapaciteten att snabbt utreda misstänkta fall av överträdelser på aktiemarknaden. Dessa förändringar har krävt vissa investeringar i metodutveckling och teknik. FI har en ny avdelning inriktad på tillsyn av marknadsplatserna inrättats och grunden för en akutinsatsgrupp lagts. Detta arbete kommer att behöva följas upp ytterligare.

En annan fråga som ofta kommer upp i samband med olika utredningar om misstänkt insiderhandel är de tydliga bristerna i medvetenheten och kunskapen om insiderlagstiftningen. Kunskapen behöver breddas och information om regelverket behöver föras ut till en bredare allmänhet. Även på banker och mäklarfirmor har kunskapsnivån stundtals varit låg och behov av bättre utbildning har aktualiserats. FI har på ett flertal sätt redan spritt information på hemsidan och genom att besöka företag och informera. FI ska dock vidareutveckla informationsgivningen till allmänheten på detta område bland annat på hemsidan.

Utvecklingen som redovisats ovan om FI:s verksamhet med insiderutredningar, men också utvecklingen inom andra områden, har lett till en diskussion om förtroendet för finanssektorn i ett bredare perspektiv. Även om denna diskussion bedarrat något på senare tid finns det anledning att aktivt och professionellt delta i denna. I samband med en hearing om frågan reglering kontra självreglering aktualiserades frågan av Aktiespararna om inte FI skulle ta initiativet till ett diskussionsforum för etik och regleringsfrågor mellan ledande företrädare i finanssektorn. FI har därefter fört denna idé vidare i remissvaret på Finansmarknadsutredningen, där denna fråga också togs upp. Det finns nu skäl att ta upp denna fråga i praktisk handling.

De gångna årens händelser visar således på behovet av ytterligare upprustning och rationalisering av FI:s arbete på detta område. FI kommer att utveckla en ny metodik för dessa utredningar. Samtidigt utreder FI och Ekobrottsmyndigheten hur samarbetet mellan myndigheterna kan utvecklas ytterligare.

3.9 Rådgivning och information

I spåren av de senaste årens börsutveckling finns på många håll ett tydligt missnöje när det gäller rådgivning och information. Både med tanke på enskilda konsumenter och med tanke på betydelsen av att hävda förtroendet för aktiemarknaden i stort är detta viktigt att ta fasta på. Brister kan också konstateras. Den ökade marknadsaktiviteten över Internet tillför ytterligare en dimension.

Åtgärder: De finansiella företagen bör säkerställa kvaliteten i den rådgivning som de ger sina kunder. Detta är i hög grad en managementfråga i de finansiella företagen. Det är önskvärt att det sker en målmedveten och systematisk utveckling mot standardiserade metoder för kvalitetsmätning och säkring av kvaliteten i rådgivningen till konsumenter. Licensieringsprogrammet utgör ett viktigt inslag i förbättringen av rådgivarnas kompetens. Vidgningen av Konsumenternas Bankbyrås uppgifter till värdepappersfrågor och fondsparande är välkommen. Detsamma gäller den utredning om rådgivaransvaret som regeringen aviserat.

När det gäller rådgivning finns efter den kraftiga nedgången på börsen ett stort missnöje bland många aktörer - både professionella och andra. Missnöjet avser främst de ensidiga beskrivningar av risk och avkastning som lämnats liksom en allmän brist på professionalitet hos många rådgivare. En del i problematiken är den mycket omfattande och ibland starkt spekulativa rådgivning som getts i media. Även när det gäller andra frågor relaterade till rådgivning och information finns ett antal problemställningar som dykt upp under det senaste året. I det följande diskuteras några av dessa.

Finanssektorns information om risker till kund

Exempel på problem som aktualiserats är om och hur finansföretagen har informerat kunder om vikten av riskspridning. Ett annat problem är om och hur man har informerat om innebörden av begreppet riskkapital och vilken typ av historisk erfarenhet man därvid lyft fram för kunder. En tredje typ av problem är hur finansiella företag säljer instrument med hög grad av hävstång av typ warranter.

Begreppet riskkapital

Längre perioder under vilka aktier stiger i värde tenderar att förblinda placrare så att de glömmer innebörden av begreppet riskkapital. Visserligen var aktiemarknaden med om en nedgång under 1997, men minnet tenderar att vara kort. Inte minst den aktieplacerande allmänheten måste genom information och marknadsföring uppmärksammas på och få en klar uppfattning om skillnaden mellan räntebärande nominellt fastställda fordringar (obligationer) och fordringar på framtida vinster i aktiebolag (aktier) som kan variera kraftigt.

Riskfyllda instrument

Under det gångna året har även privatpersoner intresserat sig för nya och betydligt mer riskfyllda finansiella instrument. Exempel på sådana är så kallade warranter, en typ av köp- eller säljoptioner med relativt lång löptid. Optionsinslagen gör att warranter kan bli helt värdelösa om börsen går åt fel håll.

Börsutvecklingen och speciellt telekom-aktiernas fall har urholkat värdet på många warranter och andra finansiella instrument. Frågan reses nu om värdepappersinstituterna har varnat och informerat tillräckligt om riskerna i dessa instrument. Från bland annat Aktiespararna hävdas att en rad småsparare lockats av marknadsföring till högriskplaceringar av denna typ.

Information om riskspridning

Riskspridning är en grundläggande teknik för att hantera risker vid finansiella investeringar. Detta gäller olika typer av risker och olika typer av investeringar. Under det gångna året har det funnits frestelser för investerarna att placera alltför stor del av sina tillgångar i aktier och dessutom välja ut aktier som verkar ha en god utvecklingspotential, vilket är samma sak som att ta en högre risk.

Grundläggande krav på hur finansiella företag ska behandla sina kunder finns i värdepappersrörelselagen. Därutöver har FI föreskrivit (FFFS 1998:21) att kunder ska få "...tydlig och skriftlig information om de särskilda risker som handel med derivatinstrument kan innebära". Det sistnämnda

innebär att informationen på ett tydligt och pedagogiskt sätt måste klargöra riskerna.

Vad kan göras bättre ?

När det gäller behovet av åtgärder på ovan redovisade problem så kan konstateras att regelverket i sig är tämligen tydligt och heltäckande. Det är snarare ett tillämpningsproblem av gällande regler som visat sig än brist på regler.

För att säkerställa att personal inom finanssektorn har erforderlig förmåga att hantera kunder krävs en viss grundläggande kompetens och kunskapsnivå. För att stärka denna har Fondhandlareföreningen tagit fram ett licensieringsprogram som innebär att anställda i värdepappersinstitut ska genomgå utbildning och kunskapstest. Detta är obligatoriskt för värdepappersinstitut som är medlemmar i Fondhandlareföreningen, men FI har uttalat att man kommer i ett allmänt råd rekommendera att denna, eller någon motsvarande, utbildning bör genomföras hos vissa anställda hos alla institut.

Allmän information och vägledning

Ett annat problem som aktualiserats under året är bristen på allmän information till den stora och kraftigt växande andel av svenska folket som äger aktier och fondandelar. För det första behövs mycket mer information om aktiemarknadens roll och funktionssätt. Det sätt på vilket media beskriver aktiemarknaden har stor betydelse i sammanhanget. Även branschorganisationerna bör aktivt medverka vid olika informationsinsatser riktade till allmänheten. Även FI ska medverka på denna punkt.

Alla enskilda kunder som gör värdepappersaffärer måste också få tydlig vägledning om olika alternativa informationskällor. Det är särskilt viktigt att kunderna får veta vilka alternativ som står till buds när man får problem, exempelvis vart ska man vända sig om man har klagomål mot den mäklare med vilken man har gjort affärer. Den nuvarande Konsumenternas bankbyrå är en kontaktpunkt som i ökad utsträckning har blivit anlitad men som inte formellt har haft något mandat eller resurser för att hantera dessa frågor. Här har FI aktivt arbetat för att Bankbyrån framöver även kommer att kunna hantera frågor rörande värdepapperstjänster.

En grundläggande fråga i sammanhanget är hur rådgivare varudeklarerar sig gentemot kunder och hur de kan hantera intressekonflikter. Ett exempel här är hur pass opartiskt rådgivare t ex inom bankerna lämnar råd om sina och sina konkurrenters produkter. Denna frågeställning har tagits upp av Konsumentpolitiska kommittén (SOU 2000:29) och FI har i samband med remissen (dnr 3663-00-001, finns på www.fi.se) uttalat att det bör klargöras i lagstiftningen att rådgivare tydligt måste deklarera gentemot konsument om man är en oberoende rådgivare eller om man är ett ombud för ett visst företag. Detta bör enligt FI lämpligen ske genom att särskilda lagkrav ställs upp.

Vidare finns det skäl att närmare bestämma vad som ska innefattas i begreppet finansiell rådgivning. Ett grundläggande kriterium bör vara att den rådgivning som ges till konsument ska kunna följas upp och utvärderas i efterhand. Råd ska med andra ord innehålla en dokumenterad bestämning av kundens behov och en information som vägleder kunden att nå de mål för

den investering som kunden vill göra. Frågor om avkastning och risk ska behandlas på ett sakkunnigt och objektivet sätt.

En generell fråga är hur långt de finansiella företagens ansvar när det gäller rådgivning sträcker sig. Lagen om värdepappersrörelse ställer krav på företagen att känna sina kunder och bland annat behandla dem rättvist. Av lagen följer också att företaget inte får otillbörligen äventyra kundens tillgångar. Såvitt FI känner till så har dessa krav på ett företag inte prövats rättsligt.

Medias roll

Media har spelat en viktig roll när det gäller finansiell information under det gångna året. Under långa perioder lämnade kvällspressen råd av typen ”köp de vinnande aktierna”. Denna oblyga form av ”stockpicking”-råd reser en rad frågor om medias roll. Sannolikt bidrog även vissa medier till att leda många småsparare in på alltför riskfyllda placeringar. Detta har också föranlett en självkritisk debatt i media, som handlat om vilket uppdrag och ansvar journalister egentligen har.

Det bör i sammanhanget också noteras att flera medier strävar efter att ge objektiv vägledning om till exempel aktieplaceringar. I samband med PPM-valet i höstas fick många småsparare som läste morgonpress och fackpress seriösa råd om avgifter, indexfonder och vikten av att sprida sina risker. Denna slags journalistiska gärning, som också har bidragit till en för småspararna högst relevant diskussion om fondavgifternas storlek, välkomnas av FI.

Internet – möjligheter och risker

Under den period under vilken börskurserna beskrivit en berg- och dalbana har Internet-teknologin kommit att utnyttjas mer frekvent, och börjar alltmer bli en central del av finansmarknadens infrastruktur.

Man kan snabbt konstatera att detta innebär många stora och viktiga fördelar. Detta gäller i ett samhällsekonomiskt perspektiv, liksom för de enskilda företagen och för kunderna. En mycket bred allmänhet får idag snabb tillgång till stora mängder finansiell information, transaktionskostnaderna sjunker, och många etableringströsklar sänks, vilket ökar konkurrensen på marknaderna.

Under de senaste två åren har allmänhetens internetanvändning ökat kraftigt. Enligt undersökningar som FI gjort har såväl traditionella banktjänster som aktiehandel via internet ökat. Internet har blivit en världsomspännande kommunikationskanal. Den ökade tillgängligheten och den ökade informationsmängden har för ett antal investerare bidragit till att klara av de stora fluktuationerna i aktiekurserna. De möjligheter som internet erbjuder i form av informationsbehandling och -insamling utgör viktiga förutsättningar för en effektiv värdepappersmarknad. Exempelvis kan mycket av den information som professionella investerare erhållit via prospekt nu enkelt erhållas av alla på Internet.

Å andra sidan kan den ökade ”finansiella självbetjäningen” också innebära olika slag av risker för kunderna, och det krävs i vissa fall en hel del kunskap för att på ett rationellt sett kunna utnyttja de möjligheter som erbjuds. Exempel på där dessa frågor aktualiseras är depåavtal mellan kund som har internetuppkoppling och värdepappersbolag. FI bör därför på ett mer syste-

matiskt även övervaka finansmarknadens aktörer när de sprider information, handlar eller på andra sätt uppträder på Internet

Utvecklingen visar dessvärre också att Internet även kommit att bli ett instrument för att lura allmänheten på olika sätt, inte minst på det finansiella området. Ett fenomen som FI uppmärksammat är privatpersoner som går samman och bildar så kallade haussning-klubbar och tillsammans vidtar otillåtna åtgärder för att påverka aktiekursen för att därefter snabbt sälja innan andra ägare hunnit inse vad som har hänt. Det bör dock observeras att enbart spridandet av oriktig information inte utgör ”otillbörlig kurspåverkan”, eftersom sådan i lagens mening endast avser aktiviteter inom ramen för handeln. FI har därför inga möjligheter att direkt ingripa mot sådana aktiviteter med utgångspunkt från insiderlagstiftningen. Däremot kan och bör denna typ av beteende beivras med andra medel, exempelvis med utgångspunkt från svindleriparagrafen.

41

Sammantaget framträder nu allt mer tydligt både de positiva och negativa sidorna av internet i takt med att tekniken blir allmänt etablerad.

Sammanfattningsvis kan konstateras att de finansiella företagen bör säkerställa kvaliteten i den rådgivning som de ger sina kunder. Detta är i hög grad en managementfråga i de finansiella företagen. Det är rimligt att det sker en uthållig och systematisk utveckling mot standardiserade metoder för kvalitetsmätning och säkring av kvaliteten i rådgivningen till konsumenter. Formerna för en sådan kvalitetskontroll bör kunna tydliggöras och utvärderas.

Parallellt med detta bör FI understödja det licensieringsprogram som Svenska Fondhandlareföreningen tagit fram genom att i ett allmänt råd ställa krav på viss kompetens.

När det gäller den nya teknologins inverkan på möjligheterna att brett sprida såväl seriös som oseriös finansiell information, liksom möjligheter och risker med alltmer av självbetjäning, bör dessa frågor följas noga framöver.

3.10 Tvistlösning och dokumentationskrav

Ett ökat behov av tvistlösning mellan finansföretag och deras kunde kan förutses, bland annat som en följd av börsutvecklingen.

Åtgärder: En god dokumentation är centralt för väl fungerande tvistlösning. Det finns här anledning att höja kraven på finansföretagen. FI kommer att ta upp en dialog med de finansiella företagen och företrädare för olika konsumentintressen i syfte att öka möjligheten att lösa tvister inom ramen för Allmänna reklamationsnämnden.

I kölvattnet på den kraftiga börsnedgången finns anledning att förvänta sig ett ökat antal tvister mellan finansiella företag och kunder. Detta kan gälla rådgivning, information i prospekt och annat som bidragit till att kunderna ingått affärer som sedan visat sig vara mindre fördelaktiga. Frågan är hur pass enkelt och effektivt tvistlösning kan fungera.

En enkel och snabb väg att få en tvist mellan kund och ett företag prövad är

genom ett skriftligt förfarande hos Allmänna Reklamationsnämnden (ARN). För att detta ska vara möjligt är det viktigt att dokumentationen mellan parterna är tillräckligt god. FI har konstaterat att när motparten är en privatperson finns det all anledning att ställa högre krav på de finansiella företagen i fråga om dokumentation av avtal, affärer samt information som företaget tar emot eller lämnar. Därigenom skulle möjligheten att lösa tvister i ARN öka avsevärt.

42

Redan idag är dokumentationen relativt bra när den första kundförbindelsen öppnas. Företaget måste iaktta vissa formaliteter, bland annat identifiera kunden ordentligt men även i vissa situationer kontrollera varifrån kunden har fått sina pengar. FI kan till en början se skäl att skärpa formaliteterna när en kundförbindelse inleds.

Vidare finns anledning att ställa krav på de finansiella företagen att de ska dokumentera eller på annat sätt se till att det i efterhand går att kontrollera vilken information som en kund har fått. Det måste också finnas möjligheter att i efterhand på ett relativt enkelt kunna avgöra vad som avtalats mellan företaget och kunden. Detta bör naturligtvis också omfatta de affärer som kunder löpande beordrar företaget att göra. FI kommer att samråda med de finansiella företagen och företrädare för konsumentintressen liksom ARN om hur sådana krav exakt bör vara utformade.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 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
- 1998:7 Internet och försäkring
- 1998:6 Försäkringsbolagen och de trafikskadade
- 1998:5 Utveckling inom de finansiella företagen och marknaderna*

*) Rapporten finns även på engelska



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