

Regeringskansliet
Finansdepartementet
103 33 STOCKHOLM

Prospekt – Nya regler om prospekt m.m. (SOU 2004:95)

(Fi 2004/4608)

Sammanfattning

Riksgäldskontoret ifrågasätter om EU:s prospektregler ger goda förutsättningar för att kombinera gott investerarskydd med väl fungerande värdepappersmarknader. Riksgäldskontoret anser att utredningen hade behövt en uttalad analys av regelverkets motiv och följder för att bedöma hur direktivet på bästa sätt ska införlivas i svensk rätt.

Direktivets regler är i långa stycken bindande, men för att minska regelverkets negativa effekter på mindre företags tillgång till värdepappersmarknaden förordar Riksgäldskontoret att minimigränsen för när prospekt ska upprättas sätts till 2 500 000 euro, inte 100 000 euro som utredningen förordar.

Riksgäldskontoret välkomnar att staten undantas från prospektkravet. Däremot avstyrker vi förslaget att undanta kommuner och landsting. Lagregler som ger intryck att staten garanterar kommuners och landstings upplåning bör undvikas.

Slutligen tillstyrker Riksgäldskontoret att Finansinspektionen blir behörig myndighet för prospekttillsynen. Utredningens skrivningar om inspektionens uppgifter som tillsynsmyndighet är emellertid alltför långtgående.

1 Övergripande synpunkter

Utredningens huvuduppgift har varit att föreslå hur det s.k. prospektdirektivet ska införlivas i svensk lag. Direktivets uttalade syfte är att "harmonisera kraven på upprättande, godkännande och spridning av prospekt rörande värdepapper" som erbjuds allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Harmoniseringsambitionerna kan härledas från strävan att skapa en väl integrerad kapitalmarknad inom EU, där emittenter

smidigt kan nå placerare inom hela unionen och placerare på motsvarande sätt kan få tillgång till värdepapper som givits ut i alla medlemsländer.

Denna ambition ger dock liten vägledning när det gäller regelverkets konkreta utformning och innehåll, i synnerhet frågan på vilken nivå harmonisering bör ske. Den frågan borde analyseras med utgångspunkt i syftet att, som det formuleras i direktivets ingress, ”garantera skydd för investerare och marknadseffektivitet”. Direktivet är tydligare och utförligare när det gäller investerarskydd än i frågan vad som bör menas med ”marknadseffektivitet” och hur detta mål ska uppnås. Resonemangen och de materiella bestämmelserna handlar således nästan uteslutande om hur prospekt ska utformas och granskas för att säkra investerarskyddet. Huruvida dessa bestämmelser verkligen är förenliga med vad som kan kallas marknadseffektivitet är tveksamt.

Enligt Riksgäldskontorets uppfattning kan det även ifrågasättas om direktivet valt rätt väg för att skydda investerarna. De främsta medlen är omfattande och detaljerade informationskrav, samt statlig tillsyn av att dessa informationskrav efterlevs. Det sista tar sig uttryck i att alla prospekt ska godkännas av en myndighet. Myndigheten får dock inte i uppgift att kontrollera informationens tillförlitlighet. Prospekt med missvisande information kan således passera myndighetens granskning. Myndigheten granskar heller inte emittentens egenskaper. Följaktligen kommer värdepapper med hög förlustrisk att kunna ges ut.

Det senare är förstås en riktig ordning, men en nyckelfråga är ändå på vilket sätt investerare kommer att använda den information som prospektet innehåller. Direktivet bygger på att de kommer att granska den kritiskt och därefter göra väl avvägda investeringar. Det kan dock lika väl tänkas att särskilt relativt oinformerade investerare kommer att ta fasta på att prospektet godkänts av en statlig myndighet. Om den myndigheten dessutom är Finansinspektionen, som i andra sammanhang har till uppgift att granska företags solvens och se till att fordringar på t.ex. banker och försäkringsbolag är förknippade med låg risk, ligger det nära till hands att se ett godkänt prospekt som ett tecken på låg risk. Med den utgångspunkten kommer investeraren inte anse sig ha skäl att lägga tid och möda på att ta del av all information. Slutresultatet blir att investerare kan förledas att köpa värdepapper som inte alls passar ihop med deras önskade risktagande. Det bäddar för besvikelser och, i nästa led, för krav på ytterligare regler och hårdare tillsyn.

I syfte att skydda investerare som måhända ändå inte kan (eller kommer att) tillgodogöra sig materialet lägger således direktivet, och den tillhörande förordningen, på värdepappersmarknaderna omfattande och detaljerade informationskrav. Mycket talar för att kraven satts så högt att de kommer att skapa tillträdeshinder till värdepappersmarknaden. Särskilt torde det gälla något mindre företag som vore intresserade av att noteras på en reglerad marknad. Risken finns således att prospekt direktivet inte kommer att

uppnå sitt syfte vare sig det gäller investerarskydd eller marknadseffektivitet.

Det har inte varit möjligt för utredaren att välja en helt annan väg än den direktivet anvisar. Men utredningen synes inte i nämnvärd omfattning ha reflekterat över avvägningen mellan investerarskydd och effektivitet. Marknadseffektivitetshänsyn nämns i avsnitt 1.6. Där konstaterar utredningen att det finns en risk att regleringsarbetet drivs så långt att effektiviteten i kapitalförsörjningen via värdepappersmarknaderna försämras. Det är dock svårt att se hur denna observation påverkat de förslag som utredningen därefter redovisar – begreppet effektivitet i denna mening återkommer inte i de följande kapitlen.

I avsnitt 10.3 konstaterar utredningen att den inte analyserat motivet till och konsekvenser av sina förslag. Som förklaring hänvisar den till att den enbart haft till uppgift att genomföra ett redan antaget EG-direktiv och att dessa större frågor bör behandlas innan direktiv antas eller i en särskild utredning.

Riksgäldskontoret anser att utredningen här valt ett alltför snävt perspektiv på sitt uppdrag. Utredningen hade behövt en uttalad analys av motiv och följder för att bedöma hur direktivet på bästa sätt ska införlivas i svensk rätt. Handlingsfriheten är begränsad, men flera frågor kan och måste avgöras på nationell nivå. Utan en klar bild av de avvägningar som måste göras för att lägga fast en skälig nivå på investerarskyddet riskerar regelverket att få negativa konsekvenser (utöver vad som följer att direktivet måste genomföras i Sverige och att förordningen får direkt effekt) för värdepappersmarknadernas möjligheter att fullgöra sin mer fundamentala uppgift – att förmedla och omfördela sparande och riskkapital i samhället. Med en mer nyanserad bild av regleringsmotiven hade utredningen haft bättre förutsättningar att bidra till att minska riskerna för att kostnaderna för emittenter att använda sig av värdepappersfinansiering ska stiga till den grad att marknadernas funktionssätt försämras. Vi återkommer nedan med några exempel där utredningens förslag bör modifieras av detta skäl.

2 Prospektregler för statliga och lokala myndigheter

Riksgäldskontoret konstaterar med tillfredsställelse att Riksgäldskontorets emissioner av värdepapper för den svenska statens räkning är undantagna från direktivet. Riksgäldskontoret har erfarenheter av att ställa samman prospekt från vår upplåning i utländsk valuta på bl.a. den amerikanska marknaden. Kostnaderna för att upprätta och årligen uppdatera ett prospekt som uppfyller den amerikanska lagstiftningens krav är betydande. Vi har under senare år avstått från att vända oss direkt till investerare i USA. Riksgäldskontorets upplåning i dollar har i stället skett med obligationer utgivna under engelsk lag. Dokumentationen består där av rent juridisk information om vilka villkor som gäller för lånet, inte av detaljerad information om låntagarens egenskaper och ekonomiska ställning. Riksgäldskontoret har inte observerat några fördelar med de amerikanska pro-

spektreglerna, som innehållsmässigt liknar de regler som återfinns i Bilaga XVI i förordningen.

Inget tyder på att några önskemål om prospekt enligt direktivets modell kommer att växa fram bland investerarna på statspappersmarknaderna. Vår bedömning är därför att vi inte kommer att använda oss av möjligheten att frivilligt ställa upp prospekt. Det skulle leda till kostnader som inte uppvägs av bättre lånevillkor för staten.

Riksgäldskontoret noterar i sammanhanget att direktivet och utredningens förslag undantar obligationer m.m. utgivna eller garanterade av alla slags centrala och lokala myndigheter inom EES-området från prospektkravet. Därmed sätts likhetstecken mellan myndigheter med vitt skilda kännetecken och kreditvärdighet. I ett svenskt perspektiv är det exempelvis inte rimligt att i kreditriskhänseende likställa staten med en kommun. Skillnaderna torde inte vara mindre om jämförelse görs med en lokal myndighet i t.ex. någon av de nya medlemsstaterna.

Vissa av EU:s medlemsstater garanterar formellt sina lokala myndigheters skulder. Så är inte fallet i Sverige. Riksgäldskontoret anser att staten inte heller indirekt bör ge intryck av att en sådan garanti finns. Både långgivare och kommuner kan i annat fall vara beredda att låta skulderna skjuta i höjden på ett ohållbart sätt. Därför bör lagregler som bygger på att staten och kommunerna har samma kreditvärdighet inte införas. Även om prospektreglerna i detta avseende är mindre viktiga än t.ex. reglerna om kapitaltäckning går utredningens förslag i fel riktning.

Undantaget för kommuner återfinns i direktivet. Riksgäldskontoret anser av nyss nämnda skäl att detta undantag inte bör införas i svensk rätt. Sverige kan förstås bara påverka reglerna för svenska kommuner, men möjligheten att införa hårdare regler än i direktivet bör utnyttjas. Direktivet synes inte vara direkt bindande i denna del. Utredningen har ju valt att inte införa det uttryckliga undantaget för svenska bostadsobligationer, som också återfinns i artikel 1.

3 Beloppsgräns för undantag från prospektkrav

Utredningen föreslår att prospektskyldighet ska gälla för erbjudanden som överstiger motsvarande 100 000 euro, den nedre gränsen enligt direktivet. Som skäl anger utredningen att små emissioner avser mindre bolag och dessa vanligen är sämre genomlysta än stora företag och att investerarnas behov av skydd därför är större i dessa fall. Utredningen noterar samtidigt att kostnaderna för att upprätta prospekt är betydande och att en så låg gräns därför kan stänga ute mindre företag från kapitalmarknaden. Utredningen stannar dock för den nedre gränsen, bl.a. med hänvisning till att små företag i stället kan utnyttja det undantag som finns för den som vänder sig till kvalificerade investerare och/eller ytterligare 100 investerare i varje medlemsland.

Enligt Riksgäldskontorets bedömning torde en emission som inbringar 100 000 euro inte täcka kostnaderna för att upprätta ett prospekt enligt kraven i förordningen. Förslaget förhindrar således små emissioner. Utredaren låter i detta fall investerarnas tänkta behov av skydd helt väga över en önskan att ge små företag tillgång till värdepappersmarknaden. Alternativet att hitta 100 investerare i varje medlemsland torde också vara oöverstigligt dyrt, eftersom både kostnaderna och investerarnas osäkerhet ökar med det geografiska avståndet.

Vi anser att en betydligt högre beloppsgräns bör tillämpas. Ambitionen att med prospekt se till att mindre, ofta nystartade företag blir lika väl genomlysta som etablerade storföretag är ändå förfelad. Det går inte att med lagregler ändra på att sådana företag är svårare att värdera och mer riskfyllda. Genom att undanta dem från prospektreglerna kan man markera denna skillnad gentemot etablerade företag, vilket torde öka oinformerade investerares vaksamhet. Mot denna bakgrund förordar Riksgäldskontoret att beloppsgränsen sätts till 2 500 000 euro, dvs. direktivets maximibelopp.

4 Valet av behörig tillsynsmyndighet och dess befogenheter

Vi noterar med tillfredsställelse att utredningen avvisar tanken att Riksgäldskontoret skulle få uppgiften att sköta tillsynen över prospektreglerna. Uppgiften saknar koppling till Riksgäldskontorets verksamhet.

Utredningen väljer att föreslå att Finansinspektionen ska vara behörig myndighet, dock inte utan reservationer. Bland annat påpekar utredningen att Finansinspektionen får tillsyn över alla aktörer som ger eller har givit ut värdepapper som handlas på en reglerad marknad, inte bara över finansiella företag. Enligt utredningen ligger dock de tillsynsuppgifter som följer av ansvaret för prospekttillsyn inom ramen för Finansinspektionens s.k. marknadstillsyn.

Som Riksgäldskontoret framhåller i avsnitt 1 finns en risk att allmänheten uppfattar prospekt godkända av Finansinspektionen som ett uttryck för att emittenterna står under samma slags tillsyn som t.ex. banker och försäkringsbolag. I nuvarande regelverk finns ett krav på att prospektet ska innehålla upplysningen att Finansinspektionens godkännande inte innebär någon garanti för att sakuppgifterna i prospektet är riktiga eller fullständiga. Det är symptomatiskt – och olyckligt – att något motsvarande krav inte finns i den nya förordningen.

Riksgäldskontoret finner dock att det är svårt att peka på ett rimligt alternativ till Finansinspektionen som behörig myndighet, givet regelverkets utformning. Samtidigt är det väsentligt att Finansinspektionen ges tillräckliga resurser så att prospekttillsynen inte tränger undan andra och viktigare uppgifter inom t.ex. banktillsynen.

När det gäller vilka skyldigheter och befogenheter tillsynsmyndigheten ska ha är direktivet tvetydigt. Riksgäldskontoret anser att utredningens resonemang bidrar till att göra uppdraget än mer otydligt.

Utredningen anser att Finansinspektionen inte ska söka verifiera uppgifterna i ett prospekt och summerar sitt resonemang (s. 145–146): ”Den grundläggande principen att ett godkännande inte innebär en garanti (för att uppgifterna är riktiga eller fullständiga) bör (...) enligt utredningens mening alltså äga tillämpning.” I nästa stycke nämns delar av prospektet som inte har kontrollerats av utgivarens revisor som exempel på var inspektionen bör lägga tonvikt i tillsynen av prospekt. Det innebär rimligen att Finansinspektionen förväntas göra samma typ av granskningar som en revisor. Givet att en av revisorns traditionella huvuduppgifter är att verifiera och gå i god för att informationen är korrekt är det svårt att utläsa var utredningen egentligen anser att gränserna för Finansinspektionens ansvar ska sättas.

Liknande oklarheter finns när det gäller tillsynsmyndighetens befogenheter att begära upplysningar och få ta del av handlingar, i sista hand genom att göra platsundersökningar. Om utgångspunkten är att tillsynsmyndigheten inte ska verifiera informationen i prospektet, är det svårt att se vilket syfte dessa befogenheter har. Huruvida prospektet är ”sammanhängande och begripligt” – förutsättningarna enligt direktivet för att ett prospekt ska kunna godkännas – avgörs inte bättre genom ytterligare information eller genom platsbesök. Inte ens kravet på fullständighet synes vara kopplat till dessa befogenheter, eftersom fullständighet rimligen bör tolkas som att all den information som krävs enligt förordningen ingår. Är så inte fallet, ska prospektet underkännas i avvaktan på att utgivaren lämnar fullständig information. Det kan inte rimligen vara tillsynsmyndighetens uppgift att genom platsundersökningar eller på annat sätt komplettera ett ofullständigt prospekt.

Att myndigheten ska ha dessa befogenheter följer av direktivet, så att utredningen föreslår att de införs är oundvikligt. Riksgäldskontoret vänder sig dock emot förslaget att i svensk lag dra paralleller mellan dessa regler i prospektdirektivet och motsvarande regler i t.ex. marknadsmissbruksdirektivet. I det senare fallet handlar det om att utreda överträdelser av bestämmelser som är kriminaliserade. Här kan rätt att förhöra personer och att göra platsundersökningar vara en förutsättning för att klarlägga vad som skett. Något motsvarande behov finns inte på prospektområdet och regelöverträdelserna är av annan karaktär, som nyss nämnts.

Genom att i tillsynshänseende likställa och samordna prospektreglerna med regler om marknadsmissbruk ger utredningens förslag intryck att det är fråga om likartade ärenden och att Finansinspektionen har likartade skyldigheter. Det är inte ändamålsenligt. Tillsynsreglerna bör därför renodlas till att avse den tillsyn som Finansinspektionen ska bedriva till följd av sitt ansvar för prospektreglerna.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat, efter fördragning av chefsjuristen Charlotte Rydin. I den slutliga handläggningen har även chefsekonomen Lars Hörngren deltagit.

Bo Lundgren

Charlotte Rydin