

Regeringskansliet  
Finansdepartementet  
103 33 STOCKHOLM

## Promemoria om börsers regelverk

(Dnr Fi2007/9999)

### Sammanfattning

Riksgälden anser att det remitterade lagförslaget inte kan läggas till grund för lagstiftning. Bakom promemorian ligger en önskan att hindra att en svensk börs med utländsk ägare till följd av regler i ägarens hemland tvingas införa hårdare krav än börsen själv skulle ha valt. Förslaget ger dock staten rätt att ingripa oavsett om börsen inför kraven frivilligt eller av tvång. Vi anser att staten inte bör ta på sig uppgiften att via maximiregler bestämma vilka börskrav som är konkurrenskraftiga. Det ansvaret måste ligga på börserna själva. Staten bör, som i övrig finansiell lagstiftning, inrikta sig på att lägga fast minimiregler utifrån vad som krävs för att nå målen om stabilitet och gott konsumentskydd.

Riksgälden ifrågasätter också om det behövs en snävare lagreglering som specifikt utgår från fallet att en börs utifrån tvingas införa hårdare regler än vad som följer av svensk rätt. En sådan slutsats kräver i vart fall en helt annan och mer djupgående analys än den som redovisas i promemorian.

Vi pekar bland annat på att en sådan analys bör beakta betydelsen av att ägarna kan sälja börsen till någon som inte drabbas av de hårdare reglerna. Vi menar även att effekterna av regelkonkurrens måste vägas in. Den globala konkurrensen inom börshandeln är så stark att ett land som vill ha attraktiva marknadsplatser måste utforma sina regler så att dess börser kan dra till sig emittenter och investerare. Att införa oskäligen regler och sedan söka tvinga dem på andra marknadsplatser är inte en väg till framgång.

Om en maktkamp av detta slag ändå skulle uppstå, är det dessutom osannolikt att den internationellt obetydliga Stockholmsbörsen skulle vara ett huvudmål. Jämförelsen med liknande lagregler i Storbritannien haltar således betydligt.

## 1 Övergripande synpunkter

Riksgälden måste inledningsvis konstatera att hanteringen av den remitterade promemorian präglas av att ärendet anses brådskande. Detta framgår till exempel av att lagförslaget är beställt från en advokatbyrå och att remisstiden är kort. Även innehållet i promemorian präglas av skyndsamheten i beredningen. Motiven för lagförslagen är kortfattade och egentlig analys av om lagregler av denna karaktär behövs saknas.

Riksgälden antar att ärendets hantering sammanhänger med att det bakom lagförslaget ligger en specifik situation: Mycket talar för att OMX, det företag som driver Stockholmsbörsen, inom kort kommer att få amerikanska ägare. På sina håll har det uppstått oro för att de nya ägarna till Stockholmsbörsen ska införa börsregler hämtade från amerikansk lagstiftning, ytterst till följd av ingripande från amerikanska tillsynsmyndigheter. Tanken bakom lagförslaget är att försöka skapa utrymme att stoppa regler som går längre än vad som – med promemorians ordval – anses skäligt.

Om promemorian utgått från denna situation och lagförslaget varit utformat för att komma till rätta med det specifika fallet att ett finansiellt företag utifrån påtvingas regler som varken företaget eller svensk lagstiftning finner ändamålsenliga hade en rad oklarheter i både motiv och lagtext sannolikt kunnat undvikas. I stället bygger förslaget på att det finns ett generellt problem: Företag som bedriver börsverksamhet kan inte förutsättas klara av att utforma ett konkurrenskraftigt regelverk. Deras beslut måste därför underställas statens prövning.

Riksgälden anser att det är principiellt olämpligt att promemorian inte tydligare utgår från de reella motiven bakom förslagen och inte anger orsaken till att ärendet anses vara så brådskande. Vi menar också att brådskan är olycklig därför att de nya regler som föreslås väcker frågor av principiell natur, som inte noteras och än mindre analyseras i promemorian. Dessa gäller specifikt synen på börser som privatägda vinstdrivande företag, men har även bäring på bredare frågor om statens roll i finansmarknaden.

Riksgälden anser därför att den remitterade promemorian inte bör ligga till grund för lagstiftning. I det följande redovisar vi utförligare grunderna för detta ställningstagande, i första hand genom att granska de principiella frågor som lagförslaget väcker. För det ändamålet är det nödvändigt att utgå från vad som faktiskt står i de föreslagna lagtexterna.

I avsnitt 2 granskar vi behovet av lagregler med den utformning som finns i promemorian. I avsnitt 3 diskuterar vi huruvida regler som mer specifikt tar fasta på risken att en börs via utländsk lagstiftning ska tvingas införa regler kan vara motiverade.

## 2 Behovet av reglering

Vad är syftet med finansiell lagstiftning? I beskrivningen av politikområdet Finansiella system och tillsyn anges att målet för politikområdet ”är att det finansiella systemet ska vara effektivt och tillgodose såväl samhällets krav på

stabilitet som konsumenternas intresse av ett gott skydd”. På den allra mest övergripande nivån är alltså nyckelorden *effektivitet, stabilitet* och *konsumentskydd*.

Lagstiftningen på det finansiella området, börser inräknade, präglas tydligt av målen stabilitet och konsumentskydd. Däremot är det svårt att hitta regler i den finansiella lagstiftningen som uttryckligen syftar till att skapa effektivitet. Utgångspunkten är i stället att effektivitet bäst främjas av att finansiell verksamhet bedrivs av vinstdrivande och konkurrerande företag i privat regi. Konkurrensger förutsättningar för förnyelse och utveckling som i sin tur leder till effektivitet i meningen bra finansiella tjänster till skäliga priser. Statens roll i den finansiella sektorn är att genom regler och tillsyn motverka att det (kortsiktiga) vinstintresse som vägleder de privata finansiella företagen får effekter som hotar målen om stabilitet och konsumentskydd.

I det sammanhanget är det väsentligt att ambitionerna när det gäller stabilitet och gott konsumentskydd inte drivs så långt att konkurrensen sätts ur spel eller utrymmet för nya lösningar begränsas alltför hårt. En sådan ordning vore oförenlig med strävan efter effektivitet och till nackdel för samhällsekonomin och konsumenterna, eftersom finansiella tjänster skulle bli onödigt dyra. Effektivitet är således normalt en överordnad restriktion på den finansiella lagstiftningen, inte ett direkt mål som tar sig uttryck i specifika lagregler.

I den remitterade promemorian är perspektivet ett annat. Under rubriken ”Behovet av ny reglering” står det (s. 12):

I detta avsnitt analyseras huruvida det behöver införas lagregler för att uppnå syftet att upprätthålla en effektiv marknadsplats och motverka negativa effekter på värdepappersmarknaden kopplade till ändringar i en börs regelverk. Skulle regler som anses alltför betungande införas i en börs regelverk, kan det påverka börsens attraktivitet och effektivitet. Därmed kan även börsens konkurrenskraft påverkas menligt, vilket i sin tur kan få till följd att den svenska värdepappersmarknaden påverkas på ett negativt sätt.

Avsnittet innehåller ingen analys av behovet att förhindra ”oskäligt betungande krav” utan ägnas åt huruvida gällande lagregler ger stöd och utrymme för att förbjuda sådana. Av citatet framgår ändå att det är effektivitetsmålet som här står i centrum.

Vidare är det tydligt att promemorian inte tilltror företag som bedriver börsverksamhet förmågan att på egen hand utforma attraktiva och effektiva regler. Staten måste därför ta ett direkt ansvar inte bara för effektiviteten i allmän mening utan även för det enskilda börsföretagets förmåga att locka till sig emittenter, deltagare och investerare.

Det är ett perspektiv som synes passa bättre för den tid då Stockholmsbörsen var ett statskontrollerat monopol än för de förutsättningar som numera kännetecknar börsverksamhet. Som ett uttryck för den grundsyn som vi redovisade ovan är Stockholmsbörsen privatägd sedan många år. Aktierna i det bolag som driver Stockholmsbörsen är börsnoterade (utan ägar- eller rösträttsbegränsningar). Det är också möjligt att starta konkurrerande börsföretag. Sedan flera år tillbaka har

det alltså bedömts vara rimligt och ändamålsenligt att börsverksamhet bedrivs av konkurrerande och vinstdrivande företag. Under de kommande åren kommer dessutom den internationella konkurrensen att hårdna ytterligare, delvis till följd av nya EU-regler för värdepappershandel.

Det är en grundläggande premis i finansiell lagstiftning och tillsyn att staten inte bör ta ställning till företagens affärsmässiga beslut och strategier, så länge de inte hotar stabilitet eller konsumentskydd. Det ansvaret vilar på styrelse och ledning i företagen, som är ansvariga inför företagets ägare enligt gängse principer.

För ett börsföretag är regler för handel och noteringskrav strategiska frågor. De påverkar börsens förmåga att dra till sig emittenter, deltagare och investerare. Staten har funnit det lämpligt att sätta upp diverse minimikrav, främst av hänsyn till konsumentskyddet. Men anta att ett nytt börsföretag väljer att ställa striktare krav på emittenter eller deltagare än den dominerande aktören Stockholmsbörsen, därför att företaget bedömer att det på så sätt kommer att dra till sig emittenter och deltagare. Detta är ett affärsstrategiskt beslut som kan visa sig klokt eller oklokt, men där ansvaret bör ligga hos bolaget. Om staten ger sig rätt att förbjuda vissa regler med hänvisning till att de inte är konkurrenskraftiga, tar den också över ansvaret för bolagets affärsstrategi.

Det föresvävar sannolikt ingen att ingripa mot ett nystartat börsföretag på den här grunden utan de föreslagna reglerna riktar sig i praktiken mot Stockholmsbörsen. Men principen att börsföretag ansvarar för affärsmässiga beslut måste tillämpas även på Stockholmsbörsen, om inte annat av likabehandlingsskäl.

Därmed är det inte sagt att en nystartad börs har samma betydelse för finansmarknaden som Stockholmsbörsen. Det är ett faktum att Stockholmsbörsen har en dominerande ställning. Men i den mån dominerande ställning är utgångspunkten för ingripande från statens sida är sannolikt inte de farhågor som ligger bakom det nu remitterade förslaget det största problemet. En viktigare uppgift torde till exempel vara att undersöka om Stockholmsbörsen tar ut oskäligen avgifter av emittenter och deltagare och i så fall införa regler som mer effektivt än de nuvarande förhindrar detta. En sådan undersökning skulle dessutom primärt bygga på konkurrensrättens regler, snarare än den finansiella lagstiftningen.

Riksgälden anser mot denna bakgrund att en konsekvent syn på ansvarsfördelningen mellan staten och de finansiella företagen – och på Stockholmsbörsen som en marknadsplats bland andra – entydigt talar mot lagregler med den innebörd som föreslås i promemorian. Utgångspunkten bör vara att ett börsföretag självständigt får avgöra vilka regler för handel, notering etc. som är konkurrenskraftiga och främjar verksamhetens framgång så länge de håller sig inom de minimikrav som ställs upp av hänsyn till konsumentskyddet. I den mån Stockholmsbörsen anses ha en särställning bör denna analyseras i ett generellt perspektiv där alla aspekter av företagets dominerande ställning belyses.

I ett vidare perspektiv vill vi framhålla vikten av att staten även framöver avhåller sig från att göra effektivitet till ett direkt mål för finansiell lagstiftning. I annat fall

riskerar staten att blanda sig i – och indirekt ta ansvar för – affärsmässiga beslut i enskilda företag. Både principiellt och med hänsyn till den kompetens statens företrädare besitter vore detta en olycklig utveckling.

Det olämpliga i detta förhållningssätt illustreras även av de konkreta lagförslagen i promemorian. Spännvidden i krav som kan anses vara ”oskäligt betungande” är stor. Mycket talar därför för att regler som inte bygger på minimikrav måste formuleras i generella termer.

Tydligast framgår detta i alternativ A. Den nya lagtexten består av en mening:

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

Detta är en generalklausul som ger Finansinspektionen vittgående befogenheter. Även om lagtexten är längre i alternativ B är tolkningsmöjligheterna betydande. Förslagen försämrar på så sätt rättssäkerheten för börsföretag.

Riksgälden anser på principiella grunder att införandet av generella regler som riskerar att försämma rättssäkerheten bör föregås av en särskilt tydlig analys som visar att regeln står i rimlig proportion till det problem som anses finnas. Detta krav är inte uppfyllt i det här fallet.

Sammantaget anser vi alltså att det remitterade lagförslaget inte bör ligga till grund för lagstiftning. Det ger staten befogenheter, och därmed ansvar, som staten inte bör ha och som saknar koppling till den situation som har aktualiserat förslaget.

### **3 Behovet av skydd mot annat lands lagregler**

Diskussionen i föregående avsnitt utgick från det breda mandat att ingripa som föreslås i promemorian. Vår slutsats är att det inte finns motiv att införa regler som begränsar börsers möjlighet att *på eget initiativ* införa hårdare regler än som följer av svensk rätt. Riksgälden vill även kommentera frågan om det finns skäl att införa lagregler som mer specifikt syftar till att förhindra att en i Sverige baserad börs av utländsk tillsynsmyndighet *tvings* tillämpa hårdare regler än vad som följer av svensk rätt.

Nya lagregler bör bara införas om det finns reell risk för att det i annat fall händer något oönskat eller olämpligt. Detta förutsätter att det identifierade problemet inte kan rättas till på annat sätt. Riksgälden finner skäl att peka på två sådana alternativa mekanismer som måste beaktas innan lagregler införs.

#### **3.1 Marknadsmässiga anpassningar**

För det första finns det skäl att tänka igenom hur ett börsföretag – och dess ägare – skulle reagera om börsen tvingas införa regler som går längre än vad svensk lag och tillsyn kräver. Utgångspunkten är att de krav som ska stoppas är oskäligt betungande. Den i Sverige baserade börsen får enligt antagande svårt att

konkurrera om emittenter och investerare enbart till följd av att den har en ägare med hemvist i ett land med strikta börsregler. Följden måste antas vara att börsföretagets lönsamhet försämras. Förslaget i promemorian bygger på att börserna inte skulle ha andra alternativ än att införa kraven.

Det finns dock andra möjligheter. Börsens ägare måste antas vilja undvika att skada verksamheten och få ut största möjliga värde från företaget. Den rationella åtgärden är därför att sälja börserna till någon som har hemvist utanför det egna landet och inte drabbas av de hårdare reglerna. En sådan ägare slipper de oskäligen kraven och kan driva börsverksamheten mer lönsamt. Följaktligen är börserna mer värda för denne än för den gamle ägaren. Parterna bör kunna enas om ett pris som ligger mellan värdet på börserna utan oskäligen regler och värdet med oskäligen regler. Kostnaderna för det oskäligen regelverket drabbar de gamla ägarna, men det minst dåliga alternativet för dem är att sälja börserna.

Även i det här fallet är det således avgörande huruvida man uppfattar börser som normala företag, som kan köpas och säljas, eller som unika institutioner, som måste omges med särskilda bestämmelser, därför att normala affärsmässiga mekanismer är (eller måste vara) satta ur spel. Riksgälden konstaterar att det senare synsättet framstår som märkligt med tanke på att OMX just varit föremål för en budstrid och börser i en rad andra länder bytt ägare under senare år (i flera fall med OMX som köpare). Börser är och kan antas förbli överlåtelsebara företag, vilket talar för att det kan finnas marknadsmässiga lösningar på det problem som promemorian föreslår ska lösas med lagreglering.

### 3.2 Regelkonkurrens

För det andra anser Riksgälden att det finns anledning att beakta att det råder konkurrens mellan regelverken i olika länder. EU:s regelgivning på värdepappersområdet vägleds av en strävan att förhindra regelkonkurrens mellan medlemsstaterna, men i den aktuella situationen handlar det om regelkonkurrens mellan EU och USA. I och med att många av de nya regelverk som införts inom EU är inspirerade av amerikansk lagstiftning, t.ex. hårdare prospektregler och krav på transaktionsrapportering, är även den konkurrensen i vissa avseenden begränsad. Förklaringen är dock att EU *vält* att anpassa regelverket efter amerikansk förebild, inte att regelkonkurrens skulle vara omöjlig.

Tvärtom visar de senaste årens utveckling just inom aktiehandeln att regelkonkurrensen är i full gång. Börser inom EU, inte minst i London, har således tagit marknadsandelar från amerikanska börser. En viktig orsak synes vara de hårdare krav på noterade bolag som införts i USA. Kostnaderna för ett företag att vara börsnoterat i USA har därigenom höjts markant. Denna utveckling har väckt stor uppmärksamhet i USA och en kritisk diskussion om regelverket pågår.

Det kan inte uteslutas att amerikanska myndigheter som ett inslag i ett slags maktpolitiskt spel försöker förbättra konkurrenskraften för inhemska börser genom att tvinga USA-ägda börser i andra länder att införa samma regler. Det framstår dock inte som en rationell strategi. Den globala konkurrensen inom börshandeln är så stark att ett land som vill ha attraktiva marknadsplatser måste

utforma sina regler så att dess börser drar till sig emittenter och investerare. Att införa oskäligen regler och sedan söka tvinga dem på andra marknadsplatser är inte en väg till framgång. Det räcker i vart fall inte att kunna påverka vissa USA-ägda börser för att långsiktigt skydda den egna marknaden.

Även om något sådant skulle hända är det svårt att tro att åtgärder medvetet skulle riktas mot en i internationellt hänseende obetydlig börs som Stockholmsbörsen. Här finns en skillnad gentemot Storbritannien i och med att London framstår som en långt starkare konkurrent till New York än Stockholm. Parallellen i promemorian till motiven för den brittiska Balls Act haltar i det avseendet betydligt.

Vi bedömer det också som osannolikt att utformningen av börsregelverk långsiktigt ska styras av maktbänsyn. I förlängningen är de allvarigaste följderna för amerikansk ekonomi av oskäligt hårda börskrav att kapitalförsörjningen för inhemskt näringsliv hämmas och fördyras, inte att aktier noteras i London i stället för New York. Förr eller senare torde det leda till översyn av reglerna.

Riksgälden anser därför att det inte går att avskryva regelkonkurrens som medel att uppnå konkurrenskraftiga regler på börser. Det gäller åtminstone i relativt hänseende, dvs. det finns skäl att tro att regler inte förblir systematiskt sämre än i andra länder. Huruvida den globala utvecklingen leder fram till regler som i *absolut* bemärkelse är effektiva och ändamålsenliga är mer tveksamt, men det är en annan fråga.

Hårda krav kan även uppstå till följd av politiska händelser, terrorattacker eller liknande. Då är resonemang som bygger på att det är fråga om konkurrens avseende börsregler inte relevant. Å andra sidan torde en sådan situation få återverkningar som sträcker sig långt utanför börshandeln och utanför den finansiella sektorn. Sannolikt bör den lagstiftning som kan krävas för att Sverige då inte ska tvingas införa oskäligen regler därför diskuteras i ett bredare perspektiv. Promemorian ger i vart fall inget underlag för slutsatsen att börser är viktigare eller mer skyddsvärda i detta avseende än andra finansiella eller icke-finansiella företag.

### **3.3 Slutsats**

Riksgälden anser således att det finns skäl att ifrågasätta behovet av att lagstifta mot tvingande regler. I vart fall måste ett sådant förslag föregås av en reell analys, där andra mekanismer som motverkar problemet oönskad regelimport beaktas. Vi har här pekat på att ägaren kan sälja börsen, vilket kan sägas innebära att marknadsmekanismen får avgöra om kraven är alltför betungande. Därtill kommer att det finns regelkonkurrens. Vi menar också att det finns anledning att mer i detalj värdera risken för att Stockholmsbörsen ska hamna i skottlinjen i en internationell strid om herraväldet över världens aktiemarknader. Att den skulle vara ett huvudmål för en sådan attack är uteslutet.

Om slutsatsen av en sådan analys blir att lagstiftning ändå behövs, måste lagen ges en annan utformning än de förslag som finns i promemorian. Lagtexten

måste ta fasta på det problem som identifierats och inte utformas som en generalklausul.

---

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

Bo Lundgren

Lars Hörngren