

Finansdepartementet  
Finansmarknadsavdelningen  
103 33 STOCKHOLM



SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

DNR 2007-1038-STA

## Yttrande över remiss angående promemoria om börsers regelverk (Fi2007/9999)

2008-01-30

ESTABLISHED 1668

*Riksbanken avstyrker tillsvidare förslagen om lagreglering avseende innehållet i börsregelverk. Promemorian saknar en tillräckligt utvecklad motivering till behovet av reglering. Problemet med regelpåverkan från utlandet är en principiellt mycket större fråga som inte är begränsad till regelverket för börser. Riksbanken förordar därför att frågan utreds vidare för att för- och nackdelar med nationell lagstiftning i sammanhanget ska kunna utvärderas.*

Det är av samhällsekonomisk betydelse att finansiella marknader är reglerade på ett ändamålsenligt sätt. Eventuell reglering bör baseras på tydliga marknadsmisslyckanden och obefogade eller oskäligt betungande regler bör undvikas. Lagförslagen i promemorian "Förslag – Börsers regelverk" syftar till att upprätthålla de svenska börsernas attraktionskraft som effektiva marknader för värdepappershandel genom att förhindra en sådan utveckling i börsernas regelverk. Frågan har aktualiserats av den förändrade ägarbildningen av OMX Nordic Exchange Stockholm, särskilt vad avser risken för att regelverken för de svenska börserna ändras på ett olämpligt sätt, antingen genom påverkan av utländska regler eller genom initiativ från de nya ägarna. De två förslag som presenteras i promemorian ger Finansinspektionen möjlighet att förhindra att en börs uppställer oskäligt betungande förpliktelser för emittenter och deltagare i sitt regelverk.

Riksbanken är inte övertygad om att en lagreglering är nödvändig och konstaterar också att promemorian inte nämnvärt har motiverat ett sådant behov. Riksbanken förordar därför att frågan utreds ytterligare varvid utredningen även ska beakta hur svenska börser och myndigheter principiellt ska förhålla sig till andra länders normgivning på det finansiella området.

### *Behovet av en lagstiftning*

Ett motiv till den internationella konsolidering som nu sker bland västvärldens börser är att man därigenom kan utnyttja skalfördelar vilket reducerar handelskostnaderna. Det attraherar i sin tur både fler handlare och börsnoterade företag, förbättrar matchning av säljare och köpare och ökar handelsvolymerna, samtidigt som den ökade likviditeten får kursbildningen att fungera bättre. Internationella uppköp kan även motiveras av att den köpande börserna har haft problem med att konkurrera med utländska börser om nya

noteringar eller orderflöden pga. mer betungande regler än i utlandet.<sup>1</sup> Genom att förvärva en utländsk börs som inte tillämpar dessa regler får den köpande börsen en marknadsplats där företag och institutionella handlare inte berörs av dessa regler.

Enligt Riksbankens bedömning har konkurrenssituationen för de etablerade börserna tilltagit, inte minst med det nya regelverket på värdepappersmarknaden i EU, MiFID. Det är idag betydligt lättare att handla utanför börserna och att sätta upp konkurrerande marknadsplatser. Oskäligt betungande börsregler ligger inte i börsens egenintresse och skulle endast tjäna till att försämma börsens konkurrenskraft, inte minst gentemot andra marknadsplatser. En stor del av börshandeln skulle flytta till konkurrerande börser och andra handelsplatser. Risken för obefogade eller oskäligt betungande regler är därför inte överhängande så länge konkurrerande marknadsplatser finns eller kan skapas. Riksbanken har heller ingen klar bild över hur ägarna skulle kunna tvingas till att införa obefogade eller oskäligt betungande regler i Sverige. Dessutom skulle en sådan situation snarare föranleda en försäljning av börsen än att ägarna väljer att införa de oskäligt betungande reglerna och accepterar minskade intäkter som följd av att en stor del av handeln flyttas över till andra börser. I promemorian saknas en motivering till varför och hur en otillbörlig regelpåverkan skulle kunna uppstå trots dessa marknadsmekanismer.

Samtidigt behöver inte en lagreglering i Sverige som förhindrar att börser uppställer oskäligt betungande regler utgöra ett problem. Lagregleringen kan fungera som en slags försäkringslösning för emittenter och handelsdeltagare. Trots att den sällan eller aldrig kommer att tillämpas kan den ändå tjäna ett syfte genom att ställa det utom allt rimligt tvivel att en sådan osannolik utveckling sker. På marginalen kan möjligtvis även en utveckling där fler europeiska länder, utöver Storbritannien, genomför liknande lagstiftning för sina börser också tala för en lagreglering i Sverige. Lagstiftning ska dock vara motiverad och inte tillgripas i syfte att dämpa en, mer eller mindre befogad, oro. Det måste också vägas in i sammanhanget hur en nationell särreglering påverkar den nordiska börsen som en integrerad marknadsplats. Riksbanken anser att detta föranleder en vidare utredning och att man i samband med det lyfter blicken från det specifika problemet och även beaktar hur man principiellt ska bemöta regelpåverkan från utlandet på det finansiella området. Om en lagstiftning till slut förordas bör den vara väl motiverad och dess utformning vara väl avvägd. Regler som syftar till att minska regelbördan för marknadsaktörer kan ibland bli så betungande för myndigheter att den samhällsekonomiska nyttan kan ifrågasättas. Det är därför viktigt att den ökade administrativa bördan för alla parter vägs mot nyttan av lagen.

#### *Regelkonflikter vid utländska förvärv i en vidare bemärkelse*

Det grundläggande problemet som promemorian syftar till att lösa utgör ett delproblem i en långt större fråga, nämligen den ökande lag- och regelkonflikt som följer av den ökade ekonomiska integrationen i världen. I takt med att finansiella konglomerat växer fram och att banker och andra finansiella institut blir internationella kommer dessa problem bli både större och fler. För svenskt vidkommande kan det närmast röra sig om att VPC, bankgirot eller en av storbankerna hamnar i utländsk ägo. Ska man generellt

---

<sup>1</sup> Exempelvis införde USA 2002 the Sarbanes-Oxley Act som en följd av flera uppmärksammade företagsskandaler. Lagen innebär bl.a. tuffare redovisningskrav än tidigare och den gör företagsledning personligt ansvariga för deras företags finansiella rapporter. Ett annat amerikanskt exempel är den s.k. "trade-through"-regeln som många institutionella handlare är missnöjda med. Denna regel innebär ett nationellt marknadssystem som sammanlänkar börserna i USA i syfte att handlare kan få det bästa priset tillgängligt oavsett vilken börs man placerade ordern på. I praktiken innebär regeln att en köpare som, exempelvis, placerar en köporder på New York börsen kan matchas mot en säljorder på Nasdaq eller Philadelphiabörsen givet att säljkursen där är lägre än säljkursen på New York börsen. För stora institutionella handlare betyder denna regel ofta att affären splittras upp i flera mindre affärer, vilket ökar kostnaderna och förlänger transaktionstiden, något som i slutändan inte alltid vägs upp av det lägre priset.

lagstifta bort möjligheten till import av regler som i Sverige bedöms som oskäligt betungande? Lagförslagen syftar främst – som det får förstås – till att skydda svenska börser från regler som härrör från länder utanför EES. Promemorian saknar dock en beskrivning av hur svenska börser (och Finansinspektionen) ska förhålla sig i den regelkollision som kan uppstå när den utländska staten, på grund av börsens verksamhets- eller ägarmässiga anknytning dit, påtvingar börserna en regel som enligt svensk lag anses oskäligt betungande. Än mindre förklaras hur lagstiftningen – trots dessa regelkollisioner – kan förväntas uppnå de i promemorian angivna syftena, nämligen att stärka eller bibehålla de svenska börsernas konkurrenskraft.

Det finns ytterligare en generell aspekt att beakta i sammanhanget. För de flesta branscher är effekterna på konkurrensen på den inhemska marknaden den viktigaste samhällsekonomiska dimensionen av ökat utländskt ägande. Konkurrens är viktig eftersom den främjar effektivitet, som i sin tur främjar tillväxt och välbefinnande i Sverige. Detta gäller även den finansiella sektorn, även om den skiljer sig på ett avgörande sätt från andra sektorer i och med bankernas speciella roll i det finansiella systemet. En svensk anpassning av sitt regelverk i syfte att minimera eventuell utländsk regelpåverkan bör således vägas mot dess effekter på det utländska ägandet i Sverige. Om Sverige, beroende på hur man väljer att anpassa sig, blir mindre attraktivt för utländskt ägande kan följden bli en minskad konkurrens och på sikt en lägre tillväxt än som vore fallet utan anpassningen.

Frågan om och hur Sverige ska anpassa sitt regelverk till denna utveckling förtjänar en grundligare utredning än den som redovisats i promemorian.<sup>2</sup>

#### *Kommentarer till de två förslagen i promemorian*

Av de två förslag till ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden som presenteras i promemorian föredrar Riksbanken alternativ A. Skälet härtill är främst att de praktiska konsekvenserna av alternativ A är begränsade, medan alternativ B genom det föreslagna anmälningsförfarandet innebär en omotiverad administration såväl för börserna som för Finansinspektionen. Alternativ B förutsätter därutöver att Finansinspektionen ska utarbeta föreskrifter, något som inte är nödvändigt i alternativ A där Finansinspektionen vid behov ingriper *ex officio*.

Riksbanken bedömer vidare att förbudet mot oskäligt betungande förpliktelser på emittenter och deltagare i alternativ A i praktiken är likvärdigt med motsvarande bestämmelser i alternativ B. Lagförslaget i alternativ A kan visserligen betraktas som en generalklausul, något som av rättssäkerhetsskäl bör användas med försiktighet. De förtydliganden som görs i lagtexten enligt alternativ B kan dock med fördel inarbetas i förslaget motivet. Därmed borde det inte uppstå någon materiell skillnad mellan förbudsreglerna i de två alternativen. Riksbanken har dessutom svårt att se att den i alternativ B föreslagna rätten för Finansinspektionen att meddela föreskrifter skulle innebära någon påtaglig marginalnytta.

Riksbanken kan se svårigheter vid tillämpningen av dessa lagförslag. Det kan förekomma fall där Finansinspektionen i realiteten ska avgöra om affärsmässiga beslut är oskäligt betungande. Ett exempel är om OMX strävar efter att införa harmoniserade rutiner och regler i de nordiska börserna. För att uppnå en harmonisering kan nya krav ställas på deltagare som innebär en väsentlig förändring i rutiner. Sådana krav kan vara betungande för svenska aktörer medan de innebär stora fördelar för deltagare i andra marknader och för OMX som helhet. I en sådan situation ska Finansinspektionen

<sup>2</sup> Frågan inbegriper även andra sektorer än den finansiella sektorn. Exempelvis omfattas livsmedels- och läkemedelssektorerna av reglering som syftar till att skydda konsumenterna men som innebär kostnader för företagen.

■ avgöra om de nya reglerna är så oskäligt betungande för de svenska deltagarna att de inte får införas. Beslutet kommer att vara avhängigt om Finansinspektionen vid skälighetsbedömningen väger in hela den nordiska värdepappersmarknaden eller enbart den svenska värdepappersmarknaden.

Gemensamt för båda alternativen är att promemorian saknar en beskrivning av lagstiftningens civilrättsliga effekter. Lagmotiven bör ange i vilken omfattning – om någon – de föreslagna bestämmelserna får rättslig betydelse i förhållandet mellan börsen och dess deltagare och emittenter.

Beslut i detta ärende har fattats av avdelningschef Mattias Persson efter föredragning av Pär Torstensson och Eric Frieberg.

Mattias Persson

Pär Torstensson

Eric Frieberg