

# Lagrådsremiss

## Vissa frågor om incitamentsprogram och börsers regelverk

---

Regeringen överlämnar denna remiss till Lagrådet.

Stockholm den 5 februari 2009

*Mats Odell*

*Lars Gavelin*  
(Finansdepartementet)

### Lagrådsremissens huvudsakliga innehåll

I lagrådsremissen föreslås vissa ändringar i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Ändringarna syftar till att minska riskerna för att aktierelaterade incitaments- och sparprogram kommer i konflikt med marknadsmissbrukslagstiftningen. Ändringarna innebär dels att ett nytt undantag från bestämmelserna om insiderbrott införs för vissa transaktioner i enlighet med sådana program, under förutsättning att transaktionerna inte innebär ett utnyttjande av insiderinformation och att de företas utanför värdepappersmarknaden, dels utökade möjligheter för Finansinspektionen att meddela dispens från handelsförbudet i lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

Dessutom föreslås en ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden innebärande ett förbud för börser att uppställa oskäligt betungande krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad.

## Innehållsförteckning

1	Beslut.....	3
2	Lagtext.....	4
2.1	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.....	4
2.2	Förslag till lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.....	5
2.3	Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.....	8
3	Ärendet och dess beredning.....	9
4	Incitamentsprogram.....	10
4.1	Inledning.....	10
4.2	Marknadsmissbrukslagen.....	10
4.3	Anmälningsskyldighetslagen.....	16
5	Oskäligt betungande krav i börsers regelverk.....	19
5.1	Inledning.....	19
5.2	Gällande rätt.....	19
5.3	”Balls Act” i Storbritannien.....	22
5.4	Ett förbud mot oskäligt betungande krav.....	22
6	Ikraftträdande.....	32
7	Ekonomiska konsekvenser.....	33
8	Författningskommentar.....	34
8.1	Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.....	34
8.2	Förslaget till lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.....	34
8.3	Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.....	35
Bilaga 1	Svenskt Näringslivs promemorias lagförslag.....	37
Bilaga 2	Lagförslaget i promemorian om börsers regelverk.....	41
Bilaga 3	Remissinstanserna beträffande promemorian Marknadsmissbrukslagstiftningen och aktierelaterade incitamentsprogram.....	44
Bilaga 4	Remissinstanserna beträffande promemorian Börsers regelverk.....	45

# 1 Beslut

Regeringen har beslutat att inhämta Lagrådets yttrande över förslag till

1. lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument,
2. lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument,
3. lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

## 2 Lagtext

### 2.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Härigenom föreskrivs att 16 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument ska ha följande lydelse.

#### *Nuvarande lydelse*

*Utan hinder av 15 § får*

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,

2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter och inlösenrätter samt andra liknande rätter såsom omvandlingsrätter.

Om det finns *synnerliga* skäl, får Finansinspektionen *medge ytterligare* undantag från förbudet enligt 15 §.

#### *Föreslagen lydelse*

16 §<sup>1</sup>

*Trots bestämmelserna i 15 § får*

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier, *och*

Om det finns *särskilda* skäl, får Finansinspektionen, *i ett enskilt fall, besluta om* undantag från förbudet enligt 15 §.

---

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

<sup>1</sup> Senaste lydelse 2005:382.

## 2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs att 5 och 6 §§ lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument ska ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*  
5 §<sup>1</sup>

Trots bestämmelserna i 2–4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 2 kap. 1 § eller 4 kap. 1 eller 2 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan att använda insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,

2. *finansiellt* instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på *instrumentet* och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på *instrumentet*,

2. *finansiella* instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på *instrumenten* och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på *instrumenten*,

3. uppgifter fullgöras som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,

4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,

5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,

6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,

7. ingångna terminkontrakt fullgöras på slutdagen,

8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,

9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används.

9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används, *och*

10. *finansiella instrument förvärvas eller avyttras, enligt villkoren i ett aktierelaterat*

<sup>1</sup> Senaste lydelse 2007:564.

*incitaments- eller sparprogram, om förvärvet eller avyttringen inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden och sker utan att insidereinformation används.*

*Med aktierelaterat incitaments- eller sparprogram avses ett program som*

*1. är avsett för styrelseledamöter, ledande befattningshavare eller andra anställda eller uppdragstagare,*

*2. är av långsiktig karaktär,*

*3. saknar möjlighet för deltagare att utöva inflytande över handeln, och*

*4. baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, köpoptioner eller syntetiska köpoptioner.*

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 *skall* också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimbevis, optionsbevis, *konvertibelt skuldebrev*, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 *ska* också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimbevis, optionsbevis, *konvertibel*, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

## 6 §<sup>2</sup>

Bestämmelserna i 2–5 §§ *skall* även tillämpas på förfaranden enligt dessa bestämmelser som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden, om förfarandena avser finansiella instrument

Bestämmelserna i 2–4 §§ *samt* 5 § *första stycket 1–9 och tredje stycket ska* även tillämpas på förfaranden enligt dessa bestämmelser som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden, om förfarandena avser finansiella instrument

1. som är upptagna till handel på en reglerad marknad,
2. för vilka en ansökan om upptagande till handel enligt 1 har lämnats in, eller

<sup>2</sup> Senaste lydelse 2007:564.

3. vilkas värde är beroende av ett finansiellt instrument enligt 1 eller 2.

---

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.

## 2.3 Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ska ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

### **13 kap.**

#### 1 §

En börs *skall* driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.

När börsen driver en reglerad marknad, *skall* den tillämpa principerna om

1. fritt tillträde, som innebär att var och en som uppfyller de krav som ställs i denna lag och av börsen får delta i handeln,

2. neutralitet, som innebär att börsens regler för den reglerade marknaden tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla som deltar i handeln, och

3. god genomlysning, som innebär att deltagarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

En börs *skall* också

1. identifiera och hantera de risker som kan uppstå i verksamheten,

2. ha säkra tekniska system, samt

3. identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppstå mellan börsens eller dess ägares intressen och intresset av att en reglerad marknad drivs i enlighet med första och andra styckena.

*En börs ska också*

*En börs får inte i sitt regelverk ställa krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad som är oskäligt betungande med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.*

---

Denna lag träder i kraft den 1 juli 2009.



### 3 Ärendet och dess beredning

Svenskt Näringsliv föreslog i en promemoria till Finansdepartementet i juni 2006 ändringar i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument i syfte att underlätta för aktierelaterade incitaments- och sparprogram som sedan den 1 juli 2005 riskerat att komma i konflikt med marknadsmissbrukslagstiftningen. Promemorian har remissbehandlats och en remissammanställning finns tillgänglig i Finansdepartementet (dnr Fi2006/1017).

Dessutom behandlas i lagrådsremissen en promemoria från december 2007 som upprättats av en av Näringsdepartementet anlitad konsult (Mannheimer Swartling Advokatbyrå). I promemorian föreslås lagstiftning innebärande förbud mot oskäligt betungande förpliktelser i börsers regelverk för emittenter och deltagare. Även den promemorian har remissbehandlats och en remissammanställning finns tillgänglig i Finansdepartementet (dnr Fi2007/9999).

## 4 Incitamentsprogram

### 4.1 Inledning

Den 1 juli 2005 trädde lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen) i kraft. Samtidigt gjordes ett antal ändringar i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (anmälningsskyldighetslagen). Bakgrunden till det lagstiftningsärendet (prop. 2004/05:142) var att Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)<sup>1</sup> (i fortsättningen kallat marknadsmissbruksdirektivet) skulle införlivas med svensk rätt. Samtliga ändringar som gjordes var emellertid inte föranledda av direktivet.

Före den 1 juli 2005 var tillämpningsområdet för insiderbrott begränsat till att gälla handel på värdepappersmarknaden, dvs. handel på en reglerad marknad, annan organiserad handelsplats eller med eller genom en mellanhand. Genom de nya bestämmelserna utvidgades tillämpningsområdet till att, under vissa förutsättningar, avse även annan handel än den som sker på värdepappersmarknaden. Denna utvidgning av tillämpningsområdet har enligt Svenskt Näringsliv skapat osäkerhet om huruvida verkställandet av villkoren i aktierelaterade incitamentsprogram och aktiesparprogram kan komma i konflikt med lagens bestämmelser. Tidigare har transaktionerna enligt sådana program kunnat vidtas utanför värdepappersmarknaden för att undanröja denna risk, men den möjligheten står inte längre öppen för bolagen. Svenskt Näringsliv har mot denna bakgrund i en promemoria föreslagit vissa ändringar i marknadsmissbrukslagen samt i anknytande bestämmelser om handelsförbudet i anmälningsskyldighetslagen.

### 4.2 Marknadsmissbrukslagen

**Regeringens förslag:** Ett nytt undantag från bestämmelserna om insiderbrott införs för vissa transaktioner i enlighet med aktierelaterade incitaments- och sparprogram. Undantaget gäller under förutsättning att transaktionerna inte innebär ett utnyttjande av insiderinformation och att de företas utanför värdepappersmarknaden.

**Regeringens bedömning:** Ett tillägg i undantagskatalogen för vederlagsfria transaktioner bör inte införas.

**Promemorians förslag** innebär ett mer omfattande undantag för aktierelaterade incitaments- och sparprogram, som avser inte bara insiderbrott utan även obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Dessutom innehåller förslaget en särskild undantagsbestämmelse från bestämmelserna om insiderbrott när det gäller vederlagsfria transaktioner.

<sup>1</sup> EUT L 96, 12.4.2003, s. 16 (Celex 32003L0006).

**Remissinstanserna:** Flera remissinstanser menar att en undantagsbestämmelse inte bör omfatta förbuden mot att obehörigen röja insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* (Aktiespararna) och *Ekobrottsmyndigheten* anser att ett undantag för incitaments- och sparprogram kräver ytterligare överväganden. Aktiespararna är inte heller positivt inställda till att styrelsen ska omfattas av incitaments- och aktiesparprogram. Ekobrottsmyndigheten understryker vikten av att investerarnas förtroende inte påverkas negativt. Ett undantag måste utformas mer precist än promemorians förslag beträffande såväl personkretsen som begreppet långsiktighet. *Finansinspektionen* menar att ett undantag bör ske genom ett tillägg i undantagskatalogen i 5 § för förvärv inom ramen för ett incitamentsprogram, om förvärvet sker utan att insiderinformation utnyttjas. Däremot anser inspektionen inte att avyttringar bör omfattas. Begreppet incitamentsprogram måste noga definieras. *OMX Nordic Exchange Stockholm AB* (Stockholmsbörsen) menar att en undantagsbestämmelse måste utformas på ett klart och tydligt sätt och endast avse oåterkalleliga program där det saknas möjlighet att påverka utfallet och där villkoren för tilldelning är klart och tydligt angivna. Ett undantag bör dessutom ske genom uppräknig i undantagskatalogen i 5 §. Ett alternativ skulle vara att inspektionen klassificerar transaktionerna som godtagbar marknadspraxis. *Riksbanken* betonar vikten av att förtroendet för marknaden upprätthålls men menar att undantag kan komma i fråga om programmen fyller en så viktig funktion som Svenskt Näringsliv hävdar. Ett undantag får dock inte utformas så att det kan utnyttjas för mer klassisk insiderhandel utan det är rimligt att ställa uttryckliga krav på programmets utformning så att deltagarna är bundna av ett deltagande under en längre tid. Riksbanken menar att utformningen av undantag kräver en närmare analys. Dåvarande *Riksåklagaren* betonar att legalitetsprincipen förutsätter att straffrättslig lagstiftning är tydlig och förutsebar. Ett överlämnande åt bolagsstämmorna att, beroende på incitamentsprogrammets utformning, avgöra det kriminaliserade området är en olämplig lagstiftningsteknik. Undantagen bör framgå av lagtexten i så stor utsträckning som möjligt. Personkretsen måste förtydligas och inte vara alltför begränsad, innebörden av rekvisitet långsiktig karaktär måste preciseras och programmen måste vara fullständigt offentligtgjorda i alla detaljer. *Svenska Fondhandlareföreningen* och *Svenska Bankföreningen* anser att undantag bör göras men att vissa begränsningar och förtydliganden bör komma till stånd. Programmen måste ha en oåterkallelig karaktär så att deltagare inte har något inflytande över transaktionerna. Deltagarna ska inte heller få ha insiderinformation vid programmets ingående. Det som rör syntetiska optioner torde röra syntetiska köpoptioner. Slutligen bör innebörden av rekvisitet långsiktig karaktär utvecklas. *Sveriges advokatsamfund* anser att marknadsmissbrukslagen inte bör hindra eller försvåra transaktioner som sker inom ramen för ett incitamentsprogram när insiderinformation inte utnyttjas. I lagtexten bör anges att undantaget gäller ”om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används”. Det bör inte i lagtexten anges att bolagsstämman skall besluta om incitamentsprogram då detta följer av god sed på aktiemarknaden och i flertalet fall av kompetensreglerna i aktiebolagslagen (2005:551).

Utformningen av programmen bör styras av aktieägarna och inte av marknadsmissbrukslagstiftningen som därför bör vara neutral mellan olika program och inte uppställa krav på långsiktighet eller en uppräknig av vissa typer av finansiella instrument. Lagstiftaren bör återigen överväga att införa ett krav på utnyttjande av insiderinformation för straffbarhet.

När det gäller ett undantag för vederlagsfria transaktioner anser Ekobrottsmyndigheten att förslaget är för vitt utformat och att det öppnar för kringgåenden. Dessutom ifrågasätter Ekobrottsmyndigheten, liksom Sveriges advokatsamfund, om transaktioner inom ramen för incitaments- och aktiesparprogram skulle bedömas som vederlagsfria och därmed omfattas av ett sådant undantag. Aktiespararna ifrågasätter behovet av ett uttryckligt undantag. Svenska Fondhandlareföreningen och Svenska Bankföreningen menar att undantaget redan gäller men att ett förtydligande bör ske. Dåvarande Riksåklagaren anser att möjligheterna att kringgå ett undantag bör analyseras närmare. Övriga remissinstanser har inte något att invända mot ett tillägg i undantagskatalogen.

**Skälen för regeringens förslag och bedömning:** Som framgår av 9 § marknadsmissbrukslagen ska bestämmelserna om insiderbrott och otillbörlig marknadspåverkan inte tillämpas på handel med egna aktier i återköpsprogram under förutsättning att handeln sker i enlighet med kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument<sup>2</sup>. Bestämmelsen har sin grund i artikel 8 i marknadsmissbruksdirektivet. Vissa transaktioner som sker inom ramen för aktierelaterade incitaments- och sparprogram skulle således kunna omfattas av undantaget i 9 § marknadsmissbrukslagen. Någon handel i enlighet med förordningen synes emellertid i praktiken inte förekomma alls (se prop. 2006/07:65 s. 189). En första förutsättning för någon form av ytterligare undantag i marknadsmissbrukslagen för aktierelaterade incitaments- och sparprogram är att marknadsmissbruksdirektivet inte lägger hinder i vägen för ett sådant undantag. Förbudet mot insiderhandel i marknadsmissbruksdirektivet innebär ett förbud mot att utnyttja insiderinformation för förvärv eller avyttringar eller försök härtill. Något krav på utnyttjande av insiderinformation uppställer inte direktivet beträffande rådgivningsförbudet eller förbuden mot obehörigt röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan. Ett undantag i marknadsmissbrukslagen för de nu aktuella programmen måste kunna motiveras med att transaktioner inom ramen för programmen inte innebär ett utnyttjande av insiderinformation och således inte kommer i konflikt med direktivets regler. Av detta följer att en generell undantagsbestämmelse som den i promemorian föreslagna, som omfattar inte bara insiderbrott utan även otillbörlig marknadspåverkan och obehörigt röjande av insiderinformation, knappast är förenlig med direktivet och kan således redan av det skälet inte komma ifråga. De i sammanhanget relevanta bestämmelserna är i stället, som flera

<sup>2</sup> EUT L 336, 23.12.2003, s. 33 (Celex 32003R2273).

remissinstanser uppmärksammat, reglerna om insiderbrott i 2–4 §§ marknadsmissbrukslagen.

De svenska reglerna om insiderbrott är utformade på så sätt att det för straffbarhet inte krävs att information utnyttjats för att göra en affär. I stället uppställs i 5 § ett antal undantag för situationer där det typiskt sett inte förekommer något missbruk av insiderinformation. Som anförs i promemorian kan utförande av transaktioner inom ramen för aktierelaterade incitaments- och sparprogram komma i konflikt med lagen även om insiderinformation inte kan anses ha utnyttjats i samband med dessa. Ett tillägg i undantagskatalogen kan inte anses komma i konflikt med marknadsmissbruksdirektivets bestämmelser under förutsättning att ett utnyttjande av insiderinformation inte härigenom blir tillåtet.

Endast den omständigheten att direktivet inte lägger hinder i vägen är emellertid inte tillräckligt för att motivera att undantagskatalogen bör utökas med en bestämmelse som rör incitaments- och sparprogram. Det är också nödvändigt att ta i beaktande de överväganden som ligger till grund för insiderlagstiftningen och utformningen av den.

Vi ser tre alternativa förhållningssätt när det gäller de aktuella incitaments- och sparprogrammen. Det första alternativet är att inte vidta någon lagändring med anledning av promemorians förslag. Det alternativet skulle bäst tillgodose de remissynpunkter som menar att ytterligare överväganden är nödvändiga innan en lagändring görs och att farhågor finns beträffande investerarnas förtroende för marknaden. Det överlämnas därmed åt bolagen att i enlighet med vad som gäller i dag konstruera sina program på ett sätt som inte hamnar i konflikt med bestämmelserna om insiderbrott i marknadsmissbrukslagen. Ett andra alternativ är att göra ett undantag för programmen i enlighet med promemorian med vissa förändringar. För en sådan lösning talar att remisskritiken varit förhållandevis hovsam och fokuserad på den tekniska utformningen av en undantagsbestämmelse. Det tredje alternativet är, som vi ser det, att öka möjligheterna för utförande av transaktioner inom ramen för de aktuella programmen genom att gå tillbaka till en rättslig reglering liknande den som gällde för dessa transaktioner före marknadsmissbrukslagens ikraftträdande. Transaktioner som utförs inom ramen för programmen kan med en sådan lösning under vissa förutsättningar företas utanför värdepappersmarknaden utan att riskera att komma i konflikt med bestämmelserna om insiderbrott. För denna lösning talar att genomförande av transaktioner inom ramen för de aktuella programmen utanför värdepappersmarknaden och utan utnyttjande av insiderinformation inte kan sägas utgöra ett klandervärt beteende som bör vara kriminaliserat. Det torde inte heller ha varit avsikten med lagändringarna som gjordes 2005 att hindra genomförande av incitamentsprogram som respekterar de syften som insiderlagstiftningen tjänar.

Förslaget i promemorian motiveras med den frekventa förekomsten av incitamentsprogram och att i bolag med påtaglig internationell inriktning kräver inte minst de utländska ägarna många gånger att det ska finnas aktierelaterade incitamentsprogram. Programmen är också ett medel att på ett tydligare sätt göra medarbetarna delaktiga på samma villkor som

övriga aktieägare. De flesta av de direkt aktierelaterade programmen riktar sig till ledande befattningshavare och andra nyckelpersoner men det finns exempel på aktiesparprogram som omfattar samtliga anställda i koncernen. Det förefaller som att allt fler bolag överväger att föreslå aktierelaterade program där samtliga eller bredare grupper av anställda erbjuds att delta. Det är enligt promemorian, med hänsyn till det stora antalet företag och personer som berörs, angeläget att genomförande av dessa incitaments- och sparprogram kan ske utan att vare sig bolagen eller deltagarna i programmen riskerar att träffas av förbudet mot insiderhandel. I den bakgrund till förslagen som redogörs för i promemorian framhålls att den utökning av lagstiftningens tillämpningsområde som skedde den 1 juli 2005, då marknadsmissbrukslagen trädde i kraft, har lett till de konsekvenser som förslagen till lagändringar syftar till att undanröja. Några särskilda skäl till varför en lagändring nu ska innebära ett vidare undantag än det som gällde före marknadsmissbrukslagens tillkomst har emellertid inte framförts.

Vi har som ovan angetts i Sverige valt att i insiderlagstiftningen i möjligaste mån undvika sådana bestämmelser som förutsätter ett utnyttjande av insiderinformation. Skälet för detta är de stora bevis- och bedömningssvårigheter vid tillämpningen av straffbestämmelserna detta kan medföra. Senast i förarbetena till marknadsmissbrukslagen bedömde regeringen att denna lagstiftningsteknik skulle behållas (prop. 2004/05:142 s. 59). Någon annan principiell bedömning görs inte här. Till detta kommer den omständigheten att de initiativ som förekommit inom EU och från den svenska lagstiftarens sida på området snarare syftar till att utöka det straffbara området och ge en mer effektiv och preventivt fungerande lagstiftning. Vi anser inte heller att tillräckligt övervägande skäl har framkommit för att införa ett vidare undantag än det som gällde före den 1 juli 2005. Vi föredrar därför det ovan angivna tredje alternativet. Detta innebär en återgång till i huvudsak vad som gällde före marknadsmissbrukslagens tillkomst. För att inte komma i konflikt med marknadsmissbruksdirektivet måste emellertid ställas krav på att undantaget förutsätter att insiderinformation inte används, vilket dock innebär ett avsteg från den principiella hållning som nyss beskrivits. Förtroendet för marknaden riskerar emellertid inte att påverkas negativt med tanke på att det i dessa situationer rör sig om transaktioner som inte sker på värdepappersmarknaden. Tillräckliga skäl föreligger sammantaget menar vi för ett sådant begränsat undantag.

När det gäller den närmare utformningen av ett undantag, bör utgångspunkten vara att vissa grundläggande förutsättningar anges. Promemorians förslag, som tjänar som utgångspunkt för resonemanget, innebär ett undantag för förvärv eller avyttring som följer av villkoren i aktierelaterade incitaments- och sparprogram. Med sådana program avses enligt förslaget program för styrelseledamöter, ledande befattningshavare och annan personal som beslutas av bolagsstämman, har en långsiktig karaktär och som baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, syntetiska optioner eller köpoptioner. Som framgått ovan tillåter inte marknadsmissbruksdirektivet att undantag görs för situationer då insiderinformation utnyttjas. Som *Advokatsamfundet* påpekar bör en sådan förutsättning uppställas för undantagets tillämplighet.

Ovan har också framgått att undantaget enligt vår bedömning bör begränsas till handel som sker utanför värdepappersmarknaden. Flera remissinstanser har framfört synpunkter på personkretsens omfattning respektive kravet på bolagsstämmobeslut. Exempelvis har dåvarande Riksåklagaren invänt att legalitetsprincipen förutsätter att straffrättslig lagstiftning är tydlig och förutsägbar. Det bör inte överlåtas på bolagsstämmorna att avgöra det kriminaliserade området ut utan det bör eftersträvas att så långt möjligt ange undantagen i lagtext. Vi gör ingen annan bedömning. Vilka som ska kunna ingå i ett program, t.ex. om styrelseledamöter eller endast anställda bör komma i fråga, och vem som fattar beslut om dem är emellertid inte en fråga som bör regleras inom ramen för marknadsmissbrukslagstiftningen. Enligt vårt förslag förutsätter undantaget således inte något bolagsstämmobeslut. Vi gör också bedömningen att förslaget tydligt anger förutsättningarna för undantagsbestämmelsens tillämplighet. *Finansinspektionen* har motsatt sig att avyttringar omfattas av ett undantag. Som vi ser det måste emellertid ett undantag inkludera även avyttringar för att den överföring som sker från bolaget till t.ex. anställda inom ramen för ett program ska omfattas. Undantaget bör, utöver kravet på långsiktighet, enligt vår uppfattning innehålla ytterligare en förutsättning. Vi instämmer i synpunkten från *Stockholmsbörsen* att deltagaren ska sakna möjlighet att utöva inflytande över den handel som äger rum inom ramen för programmet. Beträffande övriga remissynpunkter angående utformningen av undantaget har vi gjort bedömningen att undantagets förutsättningar när det gäller långsiktighet, handel utanför värdepappersmarknaden och utan utnyttjande av insiderinformation samt avsaknad av inflytande över handeln tillräckligt bemöter de farhågor som framförts.

Promemorian innehåller också ett förslag till tillägg i undantagskatalogen för vederlagsfria transaktioner. Som motiv för ett sådant tillägg anförs att det råder en osäkerhet om huruvida bestämmelserna om insiderbrott är tillämpliga även på sådana transaktioner. Vi är inte beredda att göra ett sådant tillägg. Skälet till detta är följande. Före marknadsmissbrukslagen innehöll insiderstrafflagen (2000:1086) bestämmelserna om insiderbrott. Dessa bestämmelser var tillämpliga på förfaranden som utgjorde eller föranledde handel på värdepappersmarknaden. Med handel på värdepappersmarknaden förstås all handel som sker på en reglerad marknad, en annan organiserad marknadsplats eller genom en mellanhand som yrkesmässigt tillhandahåller tjänster avseende handel med värdepapper. Några meningsskiljaktigheter beträffande att vederlagsfria transaktioner faller utanför rekvisitet handel på värdepappersmarknaden torde inte finnas. Det som hänt genom marknadsmissbrukslagens tillkomst är att tillämpningsområdet för bestämmelserna om insiderbrott utvidgats till att avse även vissa förfaranden som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden (se 6 §). Det torde vara denna lagändring som föranlett den osäkerhet som i promemorian anges finnas. De förfaranden som utvidgningen gäller är emellertid just förfaranden enligt bestämmelserna i 2–5 §§. Detta innebär att rekvisitet handel kvarstår men att den handel som förekommit, föranletts eller försökts inte behöver ha

skett på värdepappersmarknaden. Affärer direkt mellan parter som är kända för varandra har härigenom kommit att omfattas. I begreppet handel innefattas inte t.ex. gåvor eller arv. Något behov av ett särskilt undantag har vi därför inte bedömt finnas.

#### 4.3 Anmälningsskyldighetslagen

**Regeringens förslag:** Finansinspektionen ska kunna medge dispens från handelsförbudet om det finns särskilda skäl.

**Regeringens bedömning:** Ett undantag för vederlagsfria transaktioner bör inte införas.

**Promemorians förslag** innehåller undantag från handelsförbudet för vederlagsfria transaktioner, handel i återköpsprogram eller stabilisering i enlighet med kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument (fortsättningsvis kommissionens förordning om återköp och stabilisering) samt transaktioner i enlighet med villkoren i aktierelaterade incitaments- och aktiesparprogram.

**Remissinstanserna:** *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* (Aktiespararna) avstyrker förslagen. *Ekobrottsmyndigheten* ifrågasätter behovet av en ändring. Tilldelningen bör kunna styras till andra tidpunkter än då handelsförbudet är tillämpligt. *Finansinspektionen* har inget att erinra mot ett förtydligande angående vederlagsfria transaktioner eller ett undantag för återköpsprogram i enlighet med kommissionens förordning. Beträffande incitaments- och sparprogram i övrigt bör den stängda perioden beaktas av bolagen men med möjlighet till dispens där kravet för sådan dispens eventuellt kan sänkas från synnerliga till särskilda skäl. *Kammarrätten i Sundsvall* ifrågasätter om det finns skäl att utforma undantagen i anmälningsskyldighetslagen annorlunda än i marknadsmissbrukslagen beträffande de finansiella instrument som omfattas. Tydliga ikraftträdande- och övergångsbestämmelser behövs. *OMX Nordic Exchange Stockholm AB* (Stockholmsbörsen) menar att en undantagsbestämmelse måste utformas på ett klart och tydligt sätt och endast avse oåterkalleliga program där det saknas möjlighet att påverka utfallet och där villkoren för tilldelning är klart och tydligt angivna. *Riksbanken* och dåvarande *Riksåklagaren* har samma synpunkter och erinringar som beträffande marknadsmissbrukslagen (se avsnitt 4.2). *Svenska Fondhandlareföreningen* och *Svenska Bankföreningen* anser att uttryckliga undantag bör göras för handel med egna aktier i enlighet med kommissionens förordning och för transaktioner inom incitaments- och sparprogram och att detta inte längre bör hanteras inom ramen för inspektionens möjlighet att meddela dispens. *Sveriges advokatsamfund* är tveksamt till ett undantag från handelsförbudet. Perioderna är kända på förhand, personkretsen är begränsad, möjligheten att ta hänsyn till förbudet vid utformningen av ett incitamentsprogram är stor och i dag gällande undantag avser endast transaktioner som om de inte utförs innebär en värdeförstöring för innehavaren. Om undantag trots detta ska



göras bör det inte avse transaktioner som är straffbara enligt marknadsmissbrukslagen. Ett undantag för vederlagsfria transaktioner är godtagbart. När det gäller undantag för transaktioner som sker inom ramen för ett återköpsprogram, bör inte ett generellt undantag möjliggöra för aktiebolag att återköpa strax före offentliggörande av en delårsrapport. Endast när återköp sker genom ett värdepappersbolag utan inflytande från aktiebolaget enligt artikel 6.3 b i kommissionens förordning bör det vara godtagbart.

**Skälen för regeringens förslag och bedömning:** Promemorian innehåller som nämnts ovan förslag till tre separata undantag från handelsförbudet i 15 § anmälningsskyldighetslagen.

När det gäller undantaget för handel med egna aktier i enlighet med kommissionens förordning om återköp och stabilisering gör vi följande bedömning. Som framgår av förordningen ska handel inom ramen för ett återköpsprogram i enlighet med denna respektera i medlemsstaten stängda perioder. Vid genomförandet av marknadsmissbruksdirektivet i svensk rätt gjordes bedömningen att inget undantag från handelsförbudet skulle göras för handel i återköpsprogram enligt förordningen. Mot bakgrund av att sådan handel inom ramen för återköpsprogram som avses i förordningen inte synes förekomma i Sverige (se prop. 2006/07:65 s. 189) torde något behov av ett undantag knappast finnas. För den händelse sådan handel skulle bli aktuell finns dessutom möjligheten för bolaget att anpassa sina program så att de inte kommer i konflikt med handelsförbudet.

Promemorians förslag omfattar förutom återköpsprogram enligt förordningen även stabilisering enligt samma förordning. Något motiv till varför sådan stabilisering skulle bli föremål för undantag från handelsförbudet har inte presenterats i promemorian och frågan har inte heller tagits upp av remissinstanserna. Vi är därför inte beredda att föreslå ett sådant undantag.

Beträffande promemorians förslag om ett undantag för vederlagsfria transaktioner gör vi även här bedömningen att det saknas behov av ett sådant undantag. Förbudet innebär just ett förbud mot att handla med bolagets aktier. I begreppet handla avses inte vederlagsfria förvärv och avyttringar ingå.

Återstår gör då promemorians förslag avseende transaktioner inom ramen för incitaments- och sparprogram. Som *Sveriges advokatsamfund* påpekat är perioderna då handelsförbudet är tillämpligt kända på förhand. Den personkrets som omfattas av förbudet är begränsad. Det finns möjlighet att vid ett programs utformning ta hänsyn till förbudet. I dag gällande undantag kvarstår, med vissa tillägg, från tiden för det gamla förbudet mot korttidshandel då lagstiftaren motiverade undantagen med att en avsaknad av sådana riskerade att medföra oskäliga respektive uppenbart oskäliga konsekvenser för en enskild samt att ledande befattningshavare i samband med offentliga erbjudanden dessutom riskerar tvångsinlösen (prop. 1995/96:215 s. 69 och 86). Ett undantag i enlighet med det i promemorian föreslagna är således inte helt jämförbart med nu föreliggande undantag. Det är också svårt att i lagen ange samtliga förutsättningar som bör vara uppfyllda för att ett undantag ska komma i fråga för incitaments- och sparprogram.

Vi är mot bakgrund av det som redovisats inte beredda att införa ett generellt undantag i enlighet med det i promemorian föreslagna utan anser att frågan även framdeles bör hanteras inom ramen för Finansinspektionens möjlighet att meddela dispens.

*Finansinspektionen* har väckt frågan om en sänkning av kravet för dispens från synnerliga till särskilda skäl. Den nuvarande dispensbestämmelsen är avsedd att tillämpas endast i undantagsfall. Som exempel nämns i förarbetena förhållanden av närmast personlig natur såsom nödvändiga förmögenhetsdispositioner i samband med äktenskapsskillnad eller arvsskifte eller vid generationsskiften i företag (prop. 1995/96:215 s. 87). Ett handelsförbud är en ingripande åtgärd för berörda personer och vi är övertygade om att inspektionen vid en dispensprövning kan tillse att de intressen som förbudet avser att skydda beaktas. Vi föreslår därför att inspektionen ska få något vidare möjligheter för individuella bedömningar genom att kravet på synnerliga skäl för dispens ersätts med ett krav på särskilda skäl.

## 5 Oskäligt betungande krav i börsers regelverk

### 5.1 Inledning

I maj 2007 offentliggjorde OMX AB (nedan OMX) och den amerikanska börsen Nasdaq ett samgående. I augusti samma år offentliggjorde Borse Dubai ett kontanterbudande för aktierna i OMX. Efter olika turer har Nasdaq kommit att bli huvudägare i OMX. Mot bakgrund av den starka ställning som dotterbolaget OMX Nordic Exchanges AB har på den svenska finansmarknaden kan ägarförändringen få betydelse för sektorns utveckling.

Alltsedan det första budet i maj 2007 har det diskuterats om ett utländskt ägande av OMX kan komma att innebära att de utländska ägarna vill eller tvingas att tillämpa sina inhemska regler även beträffande OMX Nordic Exchange Stockholm AB (nedan Stockholmsbörsen). Meningarna har gått isär om huruvida en risk för utländsk regelpåverkan (s.k. regulatory spill-over) föreligger och om det finns skäl att lagstiftningsvis vidta åtgärder för att förhindra en oönskad sådan påverkan.

Frågan om hur ägarförändringar kan komma att påverka regelverket kring börsers verksamhet har diskuterats utomlands på senare tid. Mot bakgrund av utveckling mot en ökad konsolidering av marknadsplatser har frågan t.ex. varit föremål för diskussion inom EU i europeiska värdepapperskommittén. Åtgärder vidtogs vidare med hänvisning till risken för negativ regelpåverkan i samband med såväl New York Stock Exchanges (NYSE) förvärv av Euronext 2007 som vid Nasdaqs försök 2006 att förvärva London Stock Exchange (Londonbörsen).

Finansinspektionen ingav i oktober 2007 en framställning till Finansdepartementet om översyn av lagstiftningen för börsverksamhet. I framställningen behandlas frågan om behovet av en lagstiftning som ger inspektionen en rätt att lägga ett "tak" för de krav som ställs upp av en börs i förhållande till noterade bolag och deltagare vid marknaden.

Mot bakgrund av diskussionerna om en ägarförändring i OMX och de farhågor som marknadsaktörer gett uttryck för gav Näringsdepartementet en konsult i uppdrag att utreda vilka följder ett samgående mellan Nasdaq och OMX skulle kunna få för regelsystemet på Stockholmsbörsen och för finansmarknaden i Sverige samt att överväga om åtgärder bör vidtas och i så fall vilka åtgärder.

Slutligen bör nämnas att Finansmarknadsrådet i sin rapport i januari 2008, Svensk värdepappersmarknad i förändring – konsekvenser för finansplatsen vid ägarskifte i OMX, har framfört att det finns anledning för staten att vidta åtgärder för att undanröja risken för att en osäkerhet om negativ regelpåverkan får fäste.

### 5.2 Gällande rätt

I lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden återfinns regler om marknadsplatsverksamhet. De två olika formerna av sådan verksamhet är börsverksamhet och drift av handelsplattform. I tredje avdelningen av lagen om värdepappersmarknaden behandlas börsverksamhet. Den som

driver en reglerad marknad i Sverige måste självklart respektera den svenska regleringen för börsverksamhet som bedrivs här. Emittenterna och deltagarna vid marknadsplatsen måste också följa det svenska regelverket. Ett utländskt ägande av en svensk börs förändrar inte detta förhållande. Frågan om negativ regelpåverkan på grund av utländskt ägande rör i stället risken för att tillkommande, utländska regler ska bli tillämpliga för aktörerna vid Stockholmsbörsen. Utländska regler som särskilt nämnts är t.ex. de amerikanska Sarbanes Oxley Act 2002 och US GAAP.

När det gäller börser, emittenter och deltagare uppställs vissa krav på dessa i den offentliga regleringen. Dessa krav kan sägas utgöra en minimistandard som alltid ska vara uppfylld. Det står emellertid en börs fritt att i sitt regelverk uppställa hårdare krav på emittenter och deltagare så länge de allmänna kraven på t.ex. fritt tillträde och neutralitet respekteras. Ett exempel på detta är de inom EU harmoniserade reglerna för upptagande av finansiella instrument till handel på en reglerad marknad. De minimikrav som gäller för upptagande till handel på en reglerad marknad uppställs i lagen om värdepappersmarknaden och i kommissionens förordning (EG) nr 1287/2006 av den 10 augusti 2006 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller dokumenteringsskyldigheter för värdepappersföretag, transaktionsrapportering, överblickbarhet på marknaden, upptagande av finansiella instrument till handel samt definitioner för tillämpning av det direktivet<sup>1</sup>. En börs kan uppställa striktare krav än dessa för upptagande till handel. Finansinspektionen har visserligen en föreskriftsrätt beträffande villkoren för att inregistrering ska få ske av överlåtbara värdepapper men även här handlar det om att lägga en miniminivå och börserna kan således besluta att tillämpa striktare villkor för inregistrering.

Frågan om negativ regelpåverkan för emittenter och deltagare rör, mot bakgrund av den harmonisering som skett genom EG-rätten, i första hand regelpåverkan från tredje land. En sådan påverkan kan komma till stånd på olika sätt. Utländsk rätt skulle t.ex. kunna komma att tillämpas extraterritoriellt och svenska aktörer härigenom bli föremål för processer eller tillsynsärenden i ett annat land. En annan möjlighet är att utländska lagstiftare eller tillsynsmyndigheter kräver att moderbolag i det landet ska se till att utländska dotterbolag följer landets regelverk beträffande exempelvis investerarskydd. Börserna kan också frivilligt i sitt regelverk införa bestämmelser som har sitt ursprung i ett annat land, t.ex. som ett led i en harmonisering av regelverken på marknadsplatser i olika länder.

I börslagstiftningen finns inte någon bestämmelse som syftar till att hindra negativ regelpåverkan från andra länder, inte heller någon explicit bestämmelse som sätter ett ”tak” för hur stränga bestämmelser i börserns regelverk får vara.

När det gäller börsverksamhet finns i 13 kap. 1 § lagen om värdepappersmarknaden ett allmänt krav på att börser ska driva sin verksamhet hederligt, rättvist och professionellt och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls.

<sup>1</sup> EUT L 241, 2.9.2006, s. 1 (Celex 32006R1287).

Bestämmelsen ersatte den 1 november 2007 den tidigare gällande ”sundhetsparagrafen”. Som framgår av motiven till den tidigare bestämmelsen utformades den efter förebild i det som gällde för värdepappersrörelse i fråga om sundhetskrav (prop. 1991/92:113 s. 59). Särskilt hänvisades till att innebörden av begreppet inte är statisk utan kan variera beroende på hur värdepappersmarknaden utvecklas. De krav som uppställdes på en sund värdepappersrörelse borde i tillämpliga delar gälla även för börs- och clearingverksamhet. Dessutom borde vissa ytterligare krav uppställas för att verksamheten ska kunna betraktas som sund. De krav som hänvisades till beträffande sund värdepappersrörelse (prop. 1990/91:142 s. 156) innehåller i sin tur en hänvisning till sundhetskravet i banklagstiftningen enligt vilken bl.a. en banks organisation, verksamhet enligt bolagsordningen samt inre kontroll- och säkerhetsuppbyggnad skulle prövas. Bankens verkställande ledning och större ägare skulle också bedömas uppfylla de kunskapsmässiga krav och vara så omdömesgilla i sitt handlande som erfordras för att de skulle kunna driva sund bankverksamhet på ett långsiktigt och stabilt sätt. Även de organisatoriska förhållandena skulle bedömas. Uppmärksamhet skulle också riktas på t.ex. verksamhet som en ägare driver vid sidan av den tillståndspliktiga rörelsen. Principen om sund värdepappersrörelse angavs vara avsedd att uttrycka samma krav som de nämnda. De ytterligare krav som uppställdes för att börsverksamhet skulle anses sund rörde säkra tekniska system, fritt tillträde, neutralitet, god genomlysning samt betalnings- och leveransrutiner. Den bestämmelse i lagen om värdepappersmarknaden som 2007 ersatte sundhetsregeln är inte avsedd att innebära någon skillnad i sak beträffande de grundläggande krav som bör ställas på verksamheten utan den har ändrats för att bättre överensstämma med de termer och begrepp som används beträffande värdepappersinstitut (prop. 2006/07:115 s. 578 och 608). Bestämmelsen kan mot denna bakgrund knappast vara ägnad att tillämpas för att hindra en börs att i sitt regelverk uppställa oskäligt betungande krav på emittenter eller deltagare.

I 13 kap. 6 § lagen om värdepappersmarknaden uppställs vidare krav på att en börs har ändamålsenliga regler för handel på en reglerad marknad. Inte heller denna bestämmelse förefaller ägnad att tillämpas som en ”takregel” beträffande börsers regelverk. Bestämmelsen innehåller inte något skydd för krav som uppställs på emittenter. När det gäller deltagarna har lagstiftaren avstått från att ge närmare föreskrifter om handelsreglernas innehåll men uppställt ett krav på att reglerna är ändamålsenliga samt vissa minimikrav på vad som ska framgå av dem. I motiven till bestämmelsen anges att det är nödvändigt att reglerna för handeln är tydliga och väl anpassade till det handelssystem som tillämpas för den enskilda börsen (prop. 1991/92:113 s. 183). Reglerna ska hållas tillgängliga för allmänheten. Vidare ska självklart börsens interna regler för handeln stå i överensstämmelse med kravet på att verksamheten drivs hederligt, rättvist och på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. Det är tveksamt om den omständigheten att börsen uppställer mycket betungande regler för deltagarna beträffande exempelvis transaktionsrapportering kan angripas med att de inte är ändamålsenliga.

Det finns också annan lagstiftning som under vissa omständigheter kan vara relevant för de villkor som en börs uppställer i sitt regelverk, se avsnitt 5.4.

### 5.3 ”Balls Act” i Storbritannien

Nasdaq visade 2006 intresse av att förvärva Londonbörsen. Denna omständighet tillsammans med den lagstiftning som införts i USA beträffande revision av företag som noterats på en amerikansk börs resulterade i en lagändring i Storbritannien, Investment Exchanges and Clearing Houses Act 2006. Lagen kallas ibland för Balls Act. Avsikten med lagen var att förhindra att regelverket för börser och clearingorganisationer skulle komma att ändras på ett olämpligt sätt genom påverkan av amerikanska regler eller initiativ från en ny amerikansk ägare.

Lagen innebär i korthet att den brittiska tillsynsmyndigheten, Financial Services Authority (nedan FSA), har möjlighet att stoppa vissa ändringar i en börs eller clearingorganisations regelverk. De ändringar som avses är sådana som innebär överdrivna krav (eng. excessive requirement) för den som regeln riktar sig mot. Ett krav är att anse som överdrivet om det inte följer av EG-rätten eller av nationell rätt och det antingen inte rättfärdigas av ett rimligt syfte eller inte är proportionerligt i förhållande till dess syfte. Vid bedömningen ska samtliga omständigheter beaktas, såsom effekten av befintliga rättsliga och andra åligganden, finansiella tjänsters och marknaders globala karaktär, behovet att underlätta innovation samt vilken påverkan en föreslagen bestämmelse kan få på allmänhetens förtroende för marknaden.

Börser och clearingorganisationer åläggs att anmäla förslag till ändringar i regelverket till FSA samtidigt som FSA ges rätt att meddela föreskrifter om skyldighetens fullgörande. När en anmälan skett avgör FSA om förslaget ska granskas eller inte. En utebliven granskning innebär att ändringen får genomföras. Om FSA beslutar att granskning ska ske, bereds anmälaren tillfälle att inkomma med ytterligare information till grund för prövningen av tillåtligheten.

En ändring av regelverket som genomförs i strid mot vad som föreskrivs i Balls Act är utan verkan.

### 5.4 Ett förbud mot oskäligt betungande krav

**Regeringens förslag:** Ett förbud införs för börser att uppställa krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad som är oskäligt betungande med hänsyn till dess ändamål, EG-rätten och övriga omständigheter.

**Promemorians förslag** innehåller två alternativa förslag varav det ena i huvudsak överensstämmer med regeringens. Det andra förslaget innebär också det ett förbud mot oskäligt betungande förpliktelser i börserns regelverk för emittenter och deltagare men även en betydligt mer omfattande reglering, bl.a. en anmälningsskyldighet för börser

beträffande ändringar i regelverket som innebär betungande förpliktelser och en skyldighet för Finansinspektionen att inom viss tid fatta beslut angående tillåtligheten av dessa.

**Remissinstanserna:** Flertalet av remissinstanserna tillstyrker det mindre omfattande förslaget eller lämnar det utan erinran. Några av dessa remissinstanser påpekar att det av förarbetena tydligt bör framgå vilka bestämmelser som riskerar att bedömas som oskäligt betungande. Vissa menar att förslaget tangerar andra rättsområden och att detta förhållande bör bli föremål för överväganden, liksom frågan om motsvarande bestämmelse bör införas beträffande exempelvis MTF:ers, clearingorganisationers och bankers regelverk. Flera remissinstanser menar att en inventering av Finansinspektionens ingripandemöjligheter i dag bör ske och att behovet av en lagregel måste övervägas närmare. Synpunkter framförs även beträffande vilka syften som en lagstiftning ska tjäna och vilka intressen som i så fall bör tillvaratas. Vidare framförs önskemål om att motiven understryker vikten av att företrädare för marknadens aktörer konsulteras vid ändringar i regelverket och inför Finansinspektionens beslut.

De remissinstanser som motsätter sig lagstiftning menar att promemorian saknar en tillräcklig analys av risken för negativ regelpåverkan från utlandet och att det inte är tillräckligt utrett att det finns ett behov av lagstiftning. *Kammarrätten i Stockholm* anser dessutom att lagstiftning inte bör tillgripas för att stilla en uppkommen oro på börsområdet, att harmoniseringssyftet med MiFID riskerar att äventyras samt att en eventuell lagregel bör innehålla något mer preciserade krav. *Kammarrätten* påpekar också att tillämpningen kan innebära affärsmässiga bedömningar och eventuellt även politiska ställningstaganden samt ifrågasätter lämpligheten av att lägga sådana krav på Finansinspektionen. *Konkurrensverket* menar att särslagstiftning som den föreslagna kan medföra att incitamenten att konkurrera snedvrids. Det ifrågasätts om det är lämpligt att enskilda medlemsländer efter MiFID inför särregler för den enskilda medlemsstatens börser och värdepappersmarknad. Finansinspektionen förefaller redan i dag ha möjlighet att ingripa mot regler som inte är ändamålsenliga för handeln. Frågan som aktualiseras är i vad mån inspektionen kan effektivt övervaka den självreglering som finns på Stockholmsbörsen, en fråga som är vidare än vad som behandlas i promemorian. *Nordic Growth Market NGM AB* (NGM) anser att det ur konsument- och förtroendeperspektiv finns legitima skäl att i lag säkerställa en lägsta standard för börsernas verksamhet men inte att begränsa rätten att ställa strängare krav på emittenter och deltagare. Förslaget säkerställer inte en attraktiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. En reglering i enlighet med förslaget underkänner marknadens förmåga till självreglering och den fria konkurrensen och går stick i stäv med strävan inom det moderna Europa. En inskränkning av avtalsfriheten kan inte rättfärdigas med att de praktiska konsekvenserna torde bli begränsade. *Riksbanken* påpekar att oskäligt betungande regler inte ligger i börsens intresse då sådana regler skulle försämra börsens konkurrenskraft. Riksbanken har inte någon klar bild över hur ägarna skulle kunna tvingas att införa obefogade eller oskäligt betungande regler, en situation som snarast skulle föranleda en försäljning av börsen. Dessutom måste det

vägas in hur en nationell särreglering påverkar den nordiska börsen som integrerad marknadsplats. Detta föranleder en vidare utredning varvid man även bör behandla frågan hur man principiellt ska bemöta regelpåverkan från utlandet på det finansiella området och vilken effekt åtgärder kan få på det utländska ägandet i Sverige. Slutligen efterlyses uttalanden om vilka civilrättsliga effekter reglerna kan få i förhållandet mellan börsen och dess deltagare och emittenter. *Riksgäldskontoret* anser att staten inte bör ta på sig uppgiften att via maximiregler bestämma vilka börskrav som är konkurrenskraftiga utan inrikta sig på minimiregler utifrån vad som krävs för att nå målen om stabilitet och gott konsumentskydd. Vidare anser *Riksgäldskontoret* att införande av generella regler som riskerar att försämra rättssäkerheten bör föregås av en särskilt tydlig analys som visar att regeln står i rimlig proportion till det problem som anses finnas. Det i promemorian föreslagna alternativet med anmälningsförfarande får endast stöd av *Sveriges advokatsamfund*, som i första hand motsätter sig lagstiftning i frågan. Samfundet menar att börserna själva bör avgöra hur stränga reglerna bör vara så länge minimikraven iakttas. Den föreslagna regleringen innebär en inskränkning av avtalsfriheten och bör därför införas endast om särskilda skäl finns. Oskäligt betungande krav kan angripas med hjälp av 36 § avtalslagen. Skyddsregler finns även i den konkurrensrättsliga lagstiftningen om en monopolliknande situation skulle uppstå. Det är vidare enligt samfundet tveksamt att kort efter MiFID, utan nytt underlag, införa en reglering som synes utgå från att MiFID inte fungerar på avsett vis vad gäller konkurrensen. En särreglering för börser framstår som ett steg tillbaka när lagstiftningen på det finansiella området under senare år präglats av en strävan efter ökad grad av samstämmighet och konsistens. Enligt *Advokatsamfundet* bör ytterligare utredning om de diskussioner som förevarit inför införandet av *Balls Act* samt de erfarenheter man kunnat dra av den inhämtas. Om en svensk lagstiftning införs bör Finansinspektionen ha möjlighet att hänskjuta prövningen till regeringen. Slutligen efterlyses en detaljerad konsekvensanalys för stora och små företag samt deltagare vid börsen.

## **Skälen för regeringen förslag**

### *Risken för negativ regelpåverkan*

Som framgått av avsnitt 5.1 och av remissinstansernas synpunkter går meningarna isär när det gäller frågan om det finns en risk för negativ regelpåverkan från utlandet på grund av ägarförhållanden i en börs i Sverige. Klart är dock att det finns en uttryckt oro bland emittenter och deltagare för sådan påverkan. En regelpåverkan kan som ovan angetts komma till stånd på flera olika sätt. En eventuell extraterritoriell tillämpning av utländsk rätt, innebärande att svenska aktörer skulle kunna bli föremål för processer eller tillsynsändanden i ett annat land, är inte något specifikt för värdepappersmarknaden och är inte heller ett problem som adresserats i promemorian. Enbart den omständigheten att ägandet är utländskt, t.ex. amerikanskt, torde knappast få denna effekt. En eventuell framtida integration av verksamheten vid marknadsplatser i



olika länder med exempelvis s.k. cross listing eller skapande av en enda sammanslagen marknadsplats eller lista kan dock komma att resa frågor av detta slag. Den fråga som har behandlats i promemorian, och som kommer att behandlas inom ramen för detta lagstiftningsärende, är emellertid begränsad till att avse risken för utländsk regelpåverkan genom att börserna uppställer krav på emittenter eller deltagare som är att anse som oskäligt betungande. Promemorians förslag gör härvid inte någon skillnad mellan krav som en börs frivilligt uppställer i regelverket och krav som föranletts av en utländsk lagstiftare eller myndighet.

*Riksbanken* och *Riksgäldskontoret* menar att det knappast ligger i en börs eget intresse att uppställa oskäligt betungande krav mot emittenter och deltagare, eftersom sådana krav påverkar börsens konkurrenskraft negativt. Vi delar denna uppfattning och gör alltså bedömningen att risken för en utländsk regelpåverkan som resulterar i oskäligt betungande krav knappast är särskilt stor när det endast handlar om börsens egna affärsmässiga överväganden. Det är svårare att göra en bedömning av risken för att omständigheter i ägarnas hemland föranleder börserna att ofrivilligt ta in sådana krav i sitt regelverk. Med omständigheter i ägarnas hemland avses lagstiftning eller myndigheter som kräver att t.ex. hemlandets investerarskyddsregler ska tillämpas. Endast ett utländskt ägande torde knappast föranleda en sådan risk men beroende på hur man väljer att organisera verksamheten, integrera marknadsplatser och realisera synergier kan en sådan risk bli mer påtaglig. *Riksbanken* och *Riksgäldskontoret* menar att ägarna kanske snarare säljer börserna än påtvingas oskäliga villkor i sitt regelverk. Det är emellertid inte självklart att en köpare av en börs i Sverige står att finna vid varje givet tillfälle. Vår bedömning är således, i likhet med promemorians bedömning, att marknadsaktörernas oro inte är grundlös utan att det finns en framtida, icke negligierbar risk för en utländsk regelpåverkan genom en börs regelverk.

### *Behovet av lagstiftning*

Den omständigheten att en risk för utländsk regelpåverkan finns är inte ensamt avgörande för om lagstiftning bör tillgripas. I promemorian anges att lagförslagen avser att säkerställa en attraktiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad. Väl fungerande börser som utgör attraktiva marknadsplatser för emittenter och investerare är en förutsättning för den svenska finansiella sektorn och en viktig utgångspunkt för Finansplats Stockholm. Skulle regler som anses alltför betungande införas i en börs regelverk kan det påverka börsens effektivitet och attraktivitet. Därmed kan även börsens konkurrenskraft påverkas menligt, vilket i sin tur kan få till följd att den svenska värdepappersmarknaden påverkas på ett negativt sätt. Enligt promemorian kan det enligt gällande rätt inte med säkerhet förhindras att börser ställer upp sådana krav på emittenter och deltagare.

Som framgått ovan har det emellertid bland remissinstanserna uttryckts olika uppfattningar om behovet av lagstiftning. De flesta remissinstanser som uttalat stöd för förslaget har inte uttryckligen angett varför man anser att behov av lagstiftning finns utan får förutsättas instämma i den bedömning som gjorts i promemorian. *Finansinspektionen* har särskilt

angett att det man efterfrågat i sin framställning är regler som syftar till att förebygga riskerna dels för att en svensk börs konkurrenskraft påverkas negativt, dels för negativ påverkan på effektiviteten i det finansiella systemet. *Stockholms Handelskammare* och *Svenskt Näringsliv* menar att även om risken för regelpåverkan är liten bör lagstiftning ske för att stilla den oro som finns bland aktörerna. Oron kan leda till såväl alternativ notering av de bolag som finns på börsen som ett minskat intresse för notering från andra bolags sida. *Svenska Fondhandlareföreningen*, *Svenska Bankföreningen* och *Fondbolagens förening* anser att ett regelverk bör införas för att säkerställa den svenska finansmarknadens internationella konkurrenskraft och attraktivitet och därmed bl.a. även riskkapitalförsörjningen i Sverige.

Vid införandet av Balls Act i Storbritannien var man tydlig med att bakgrunden till lagstiftningen var möjligheten för en utländsk köpare att ta över Londonbörsen, de amerikanska reglerna för noterade bolag om redovisning och revision samt tendenser till extraterritoriell tillämpning av amerikansk rätt. Tillämpningen av Storbritanniens principbaserade reglering ansågs ge London en fördel framför andra jurisdiktioner i fråga om kostnader för regelefterlevnad. Samtidigt underströks det att lagen inte var riktad mot en särskild uppköpsmöjlighet, att det inte fanns bevis för att ett övertagande av Londonbörsen av Nasdaq skulle leda till negativ amerikansk regelpåverkan och att man inte avsåg att försöka hindra ett köp av Londonbörsen av Nasdaq eller något annat utländskt företag eller koncern. Lagstiftningen är inte heller begränsad till att avse bestämmelser i börsers regelverk som har sitt ursprung i utländsk rätt utan omfattar även andra krav som uppställs i regelverket.

Vissa remissinstanser anser att det saknas behov av lagstiftning. Utöver vad som tidigare redogjorts för anser *OMX*, som inte har något att erinra mot en lagbestämmelse i enlighet med förslaget, att det är tveksamt om regleringen kan bidra till att säkerställa en effektiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad i Sverige och att ingripandemöjligheter finns för inspektionen redan enligt gällande rätt om regelverket inte uppfyller kravet på att verksamheten bedrivs så att allmänhetens förtroende upprätthålls. Även *Stockholmsbörsen*, som inte heller motsätter sig förslaget, pekar på ingripandemöjligheterna som inspektionen har redan i dag. *Kammarrätten i Stockholm*, som är en av de remissinstanser som efterlyser en analys av behovet av lagstiftning, menar liksom *Riksbanken* att man inte utan närmare överväganden bör tillgripa lagstiftning för att stilla en uppkommen oro på börsområdet. Remisskritiken rör således olika frågor som har med behovet av lagstiftning att göra. En första fråga är om det finns ett problem och vari detta i så fall består. En annan fråga är om lagstiftning bör användas, alternativt redan finns på plats, för att komma tillrätta med problemet eller om det bör överlämnas åt marknaden att omhänderta. En ytterligare fråga är om de konkreta förslagen till lagstiftning kan komma att uppnå det avsedda syftet.

Det problem som promemorian har identifierat är generellt formulerat men med hänsyn till promemorians utgångspunkter och slutsatser, särskilt beträffande att det främst torde bli fråga om regler från tredje land som skulle kunna komma att anses som oskäligt betungande, torde det i praktiken främst ha varit risken för negativ regelpåverkan som man haft i åtanke. Flera av remissinstanserna synes också ha fokuserat på just

riskan för utländsk regelpåverkan. Såväl en risk för negativ regelpåverkan som en faktisk sådan menar vissa remissinstanser utgör ett problem, eftersom det kan leda till en minskad benägenhet för bolag att notera aktierna och, för redan noterade bolag, att välja att notera sig någon annanstans. Vi instämmer i att detta utgör ett problem. Åtgärder som gör en svensk reglerad marknad mindre attraktiv skulle få negativ påverkan på Finansplats Stockholm, som är ett projekt som syftar till att stärka Stockholm som finansiellt centrum. Dessutom finns det inte samma möjligheter för samtliga noterade bolag att låta sig noteras vid en annan likvärdig marknadsplats. Det är enligt vår uppfattning framför allt dessa två intressen som en lagregel skulle skydda.

Däremot har varken promemorian eller vi identifierat något problem i övrigt när det gäller oskäligt betungande krav mot deltagare och emittenter som motiverar ett ”tak” för hur stränga villkor som en börs får uppställa. En bestämmelse skulle således i första hand vara motiverad av risken för negativ regelpåverkan. När det gäller affärsmässiga beslut om innehållet i regelverket är det beslut som börsen har att fatta. Det bör inte ankomma på Finansinspektionen att pröva riktigheten av sådana beslut utifrån ett finansmarknadsperspektiv. När det gäller den typen av beslut finns också under vissa förutsättningar – som flera remissinstanser mycket riktigt påpekat – andra möjligheter att ingripa mot regelverksändringar genom exempelvis den konkurrensrättsliga lagstiftningen.

Mot förslaget har inväntats att detta inte med säkerhet bidrar till syftet att säkerställa en effektiv och konkurrenskraftig värdepappersmarknad i Sverige. Även proportionaliteten mellan den föreslagna bestämmelsen och det problem som förslaget avser att åtgärda har ifrågasatts. Vi menar att en lagbestämmelse som kan verka avhållande från att oskäliga krav uppställs i börsers regelverk kan tjäna just syftet att bidra till en effektiv och konkurrenskraftig marknad och att en bestämmelse som den föreslagna är den mest ändamålsenliga lösningen. Invändningen från flera remissinstanser att ingripandemöjligheter finns för inspektionen redan i dag kan vi inte till fullo hålla med om. Det förekommer visserligen i dag en dialog mellan börserna och inspektionen när regelverksändringar aktualiseras och mycket kan säkert lösas härigenom i samförstånd. Som framgått i avsnitt 5.2 har vi gjort bedömningen att lagstiftningen i dag knappast tillhandahåller tillräckliga verktyg för inspektionen att hindra en börs att införa alltför betungande krav i regelverket.

Sammanfattningsvis anser vi således att det finns ett behov av en bestämmelse som den föreslagna. Nedan behandlas frågan om det finns – som vissa remissinstanser gjort gällande – hinder mot att införa bestämmelsen.

#### *MiFID m.m.*

Gällande rätt rörande börsers krav på emittenter och deltagare består som tidigare nämnts av grundläggande krav som alltid ska vara uppfyllda och det står börserna fritt att uppställa strängare krav. Den harmonisering som skett inom EU under senare år på värdepappersområdet har förvisso

minskat utrymmet för självreglering men inte uppställt någon gräns för hur stränga villkoren som uppställs inom självregleringen får vara. *Riksgäldskontoret* har invänt att staten bör, i likhet med övrig finansiell lagstiftning, inrikta sig på att sätta minimiregler utifrån vad som krävs för att nå målen om stabilitet och gott konsumentskydd och inte ta på sig uppgiften att via maximiregler bestämma vilka regler som är konkurrenskraftiga. *Nordic Growth Market (NGM) AB* har invänt att en reglering skulle underkänna marknadens förmåga till självreglering och den fria konkurrensen. Även *Sveriges advokatsamfund* menar att lagstiftningen endast bör tillhandahålla minimiregler.

Det är riktigt att hörnstenarna i regleringen av den finansiella sektorn är att värna om stabiliteten och säkerställa ett gott konsumentskydd. Utöver dessa grundläggande skäl finns dock ytterligare motiv för reglering, såsom behov av att bekämpa ekonomisk brottslighet och att främja effektivitet. Beträffande effektiviteten kan den vara svår att främja genom offentlig lagstiftning, även om insiderlagstiftningen kan sägas ha en sådan funktion, utan regleringen brukar sägas ha som mål att skapa de rätta förutsättningarna och incitamenten för en god konkurrens. Vi menar att förslaget, mot bakgrund av vad ett förbud avser att omfatta, fyller ett sådant syfte och inte alls underkänner marknadens förmåga till självreglering. Det rör sig om rena undantagsfall som Finansinspektionen skulle ges rätt att ingripa mot, nämligen då regelverkets innehåll är föranlett av annat än affärsmässiga bedömningar från börsens sida. Mot denna bakgrund delar vi inte heller den farhåga som *Riksbanken* gett uttryck för angående vilka effekter en regel kan få för utländskt ägande i Sverige. Inte heller menar vi att en bestämmelse med detta innehåll riskerar att leda till en risk för snedvridning av konkurrensen. Vad remissinstanserna invänt i dessa avseenden anser vi inte utgöra hinder mot det föreslagna förbudet.

Inte heller MiFID innebär enligt vår uppfattning hinder mot lagstiftning i frågan. MiFID innehåller framför allt bestämmelser om reglering och tillsyn av värdepappersföretag och om dessa företags rätt att med stöd av sitt hemlandstillstånd bedriva gränsöverskridande verksamhet. Genom MiFID harmoniseras dessutom reglerna för reglerade marknader. Direktivet innehåller härvid bl.a. regler om auktorisation och krav på viss organisation. Vidare finns bestämmelser om vilka krav som ska uppfyllas för att finansiella instrument ska tas upp till handel på en reglerad marknad och regler om tillträde till reglerade marknader.

*Kammarrätten i Stockholm, Konkurrensverket* och *Sveriges advokatsamfund* har ifrågasatt lämpligheten av att enskilda medlemsstater efter MiFID inför särregler för börser och värdepappersmarknaden i det egna landet. Kammarrätten i Stockholm menar att harmoniseringssyftet med MiFID härigenom riskerar att äventyras och Advokatsamfundet menar att det är tveksamt om en reglering, utan nytt underlag, bör införas syns utgå ifrån att MiFID inte fungerar vad gäller konkurrensen. Dessutom har Advokatsamfundet efterlyst information om huruvida särskilda överväganden gjorts beträffande Balls Act när MiFID och öppenhetsdirektivet genomfördes där.

Den harmonisering som skett genom MiFID i fråga om krav på emittenter och deltagare kan knappast anses hindra en bestämmelse som innehåller ett förbud mot oskäligt betungande krav. En lagreglering bör inte heller äventyra harmoniseringssyftet med direktivet. Med en regel som bl.a. anknyter till hur regelverket förhåller sig till det som gäller enligt EG-rätten blir förhållandet snarast det att en lagregel kan värna om den harmonisering som skett inom EU. Inte heller bör införandet av en ny bestämmelse betraktas som att MiFID inte förväntas fungera som avsett i konkurrenshänseende utan snarare på att vi gör bedömningen att det finns ett behov av att värna Finansplats Stockholm. När det gäller övervägandena i Storbritannien vid genomförandet av MiFID och öppenhetsdirektivet kan konstateras att de båda direktiven förelåg vid Balls Acts tillkomst och det kan således förutsättas att de beaktades redan vid lagens tillkomst.

En annan synpunkt som framförts när det gäller förhållandet till andra länder är att det saknas uppgifter om hur förslaget förhåller sig till det nordiska perspektivet. Även vi anser att det nordiska, och det baltiska, perspektivet är relevant och har tagit initiativ till ett åsiktsutbyte och samarbete med de övriga nordiska länderna och de baltiska länderna angående en eventuell reglering av den aktuella frågan. Något sådant utbyte eller samarbete har emellertid inte kommit till stånd. I vissa av de nordiska länderna finns det redan i lagstiftningen möjligheter till inflytande när det gäller innehållet i börsers regelverk. Dessutom tillämpas gemenskapsrätten, som är en viktig omständighet vid bedömningen av eventuell oskälighet, även i dessa länder. De emittenter och deltagare som är relevanta vid bedömningen är dock, som också ordalydelsen ger vid handen, de vid den i Sverige belägna reglerade marknaden.

En annan invändning som framställts rör frågan om att regelkonkurrens inte nödvändigtvis behöver vara något ont utan kan bidra till konkurrenskraftiga regelverk. Det är något som vi instämmer i och vår avsikt är inte, som framgått ovan, att förbjuda regelpåverkan från utlandet generellt utan att i fall där konsekvenserna av sådan påverkan skulle bli oönskad såsom alltför betungande ge inspektionen en möjlighet att ingripa.

### *Räckvidd och utformning*

Som framgått ovan gör vi bedömningen att en lagstiftning bör införas för att förhindra att oskäliga krav ställs på emittenter och deltagare som en följd av negativ regelpåverkan från utlandet. Promemorian innehåller två alternativa förslag. Det är vår uppfattning att det mindre omfattande förslaget av de två är mest ändamålsenligt. Förbudet mot oskäligt betungande krav är avsett att endast bli tillämpligt i vissa undantagsfall som det i dag är både svårt att precisera och att veta om de alls kommer att inträffa. En mer omfattande reglering än vad som kan tänkas behövas för att uppnå dess syfte bör undvikas. Visserligen kan förutsebarheten hävdas bli större för marknadsaktörerna om Finansinspektionen vid varje betungande ändring i en börs regelverk åläggs att fatta beslut om ändringen ska tillåtas men detta innebär samtidigt en administrativ börda

för börserna, och även för inspektionen, som det kanske i dag inte finns tillräckligt fog för. Till detta kommer att endast en remissinstans, som i första hand motsätter sig lagstiftning, ställt sig bakom en reglering i enlighet med promemorians andra alternativ.

*Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagens förening* har ansett att en motsvarande bestämmelse bör införas för MTF:er. De tre senare har dessutom ansett att motsvarande bör gälla för clearingorganisationers regelverk. När det först gäller MTF:er kan konstateras att Storbritannien valt att inte reglera dessa i Balls Act. Några skäl till varför MTF:ers regelverk bör omfattas av en svensk bestämmelse har remissinstanserna inte angett. Beträffande clearingorganisationerna har anförts att en mycket stor del av den svenska derivathandeln clearas genom Stockholmsbörsen, som är central motpart. Stora värden är därmed beroende av clearingorganisationens regelverk. Dessutom omfattar Balls Act även clearingorganisationer.

Som den svenska regleringen av MTF:er ser ut i dag är drift av en sådan handelsplattform en ”enkla” form av marknadsplatsverksamhet. Regleringen av verksamheten är avsevärt mindre ingripande än för en reglerad marknad. Finansiella instrument upptas inte formellt till handel vid en MTF och de regler som härrör från direktiv som anknyter till att instrumenten blivit upptagna till handel på en reglerad marknad är – med något undantag – inte tillämpliga. Emittentanknytningen är inte heller lika självklar när det gäller MTF:er. Det är inte som huvudregel emittenten som måste ansöka om att handel ska komma till stånd som fallet är för reglerade marknader. Någon särskild risk för att MTF:er kommer att uppställa oskälliga krav på sina aktörer har vi inte heller identifierat. Detta gäller även clearingorganisationer. Beträffande clearingorganisationer kan dessutom tilläggas att reglerna för deras verksamhet för närvarande är föremål för diskussion inom EU. Sammanfattningsvis instämmer vi i promemorians bedömning av räckvidden av en ny bestämmelse. Ett förtydligande bör emellertid göras, nämligen att förbudet gäller just börsverksamhet och inte när en börs driver en MTF.

*Kammarrätten i Stockholm och Sveriges advokatsamfund* har ansett att överväganden bör ske beträffande en motsvarande bestämmelse för andra aktörer, såsom banker. Advokatsamfundet har härvid påpekat att dessa aktörer får anses som nog så viktiga för förtroendet för den svenska marknaden och att regleringen under senare år präglats av en strävan efter ökad grad av samstämmighet och konsistens. Det är riktigt att en riktlinje för regleringen på det finansiella området bör vara att de funktioner som verksamheten fyller ska tas till utgångspunkt för regleringsarbetet snarare än de institutioner inom vilka funktionerna utförs. En sådan reglering är mindre inriktad på att särreglera olika grupper av finansiella institut. Vi har i detta fall inte kunnat konstatera något behov av reglering motsvarande det vi menar finns i fråga om börsers regelverk när det gäller MTF:er eller clearingorganisationer och inte heller på bankområdet. Enbart en strävan efter överensstämmelse mellan regleringen av olika finansiella institut menar vi inte heller i detta fall ensamt kan motivera en utvidgning till övriga finansiella institut.

När det gäller bestämmelsens utformning delar vi promemorians bedömning att lydelsen bör vara allmänt utformad. Förbudet bör som tidigare angetts främst bli tillämpligt i fall där en börs inte själv har valt att införa ett krav i regelverket. En uttrycklig begränsning till fall då en lagstiftare eller tillsynsmyndighet i ett annat land tvingar börsen att ändra sitt regelverk menar vi dock inte är lämpligt då ett sådant agerande inte i alla fall manifesteras i ett dokument eller liknande som kan läggas till grund för en bedömning. Några remissinstanser har framfört synpunkter på den generella utformningen och ansett att en bestämmelse som är mindre allmän skulle öka förutsebarheten för aktörerna och ge Finansinspektionen mer ledning vid tillämpningen. Vi ser det emellertid inte som ändamålsenligt att i bestämmelsen närmare ange vilka krav som är eller riskerar att bedömas som oskäligen eller alla de omständigheter som ska beaktas vid bedömningen. Regelverken utvecklas och därmed säkerligen synen på vad som är oskäligt i dessa sammanhang. En uppräknig riskerar därför att bli ofullständig eller att onödigtvis hindra utvecklingen på området. Vår bedömning är att en flexibel utformning som ändå tydligt indikerar att förbudet är avsett att tillämpas i undantagsfall torde vara mer lämplig. Vi anser inte heller, som en remissinstans har föreslagit, att en delegationsbestämmelse bör användas för att åstadkomma mer detaljerade föreskrifter i frågan. Inte heller finner vi det lämpligt att, som *Sveriges Aktiesparares Riksförbund* har begärt, uppställa formella krav på inspektionens handläggning såsom inom vilken tid inspektionen ska fatta beslut och hur besluten ska motiveras. Vidare har vi inte funnit skäl att som några remissinstanser föreslagit i lagregleringen ange krav på dialog mellan börsen och dess aktörer inför regelverksförändringar eller på inspektionens dialog med intressenter inför beslut. Finansinspektionen har redan i dag en dialog med marknadsaktörerna och kan bedöma vilket beslutsunderlag man anser erforderligt. Dessutom torde en regelverksförändring som aktörerna välkomnar knappast kunna beskrivas som oskäligt betungande.

Slutligen har *Kammarrätten i Stockholm* och *Advokatsamfundet* tagit upp frågan om att politiska ställningstaganden kan komma att aktualiseras. Advokatsamfundet har härvid menat att en möjlighet bör finnas för inspektionen att hänskjuta prövningen till regeringen. En modell för en sådan bestämmelse finns enligt Advokatsamfundet i lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse. Vår uppfattning är att Finansinspektionen har den kompetens och de resurser som krävs för att göra den bedömning av skäligheten i regelverken som kan bli aktuell i dessa ärenden. Förslaget rör inte heller några ansökningar liknande de bestämmelser om rörelsetillstånd som det hänvisats till utan en möjlighet för tillsynsmyndigheten att ingripa vid överträdelser av ett lagstadgat förbud. Vi har inte funnit skäl för att införa en hänskjutandemöjlighet till regeringen i frågan utan menar att inspektionen bör vara den som avgör om ett ingripande bör ske. Det bör härefter ankomma på domstol att pröva eventuella överklaganden.

## 6 Ikraftträdande

De föreslagna lagändringarna bör träda i kraft den 1 juli 2009.

Det behövs inte några särskilda övergångsbestämmelser. I 5 § lagen (1964:163) om införande av brottsbalken regleras vilken lag som ska tillämpas på en gärning när en lagändring skett som leder till frihet från straff eller lindrigare straff.



## 7 Ekonomiska konsekvenser

Syftet med ändringarna i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument och lagen (2005:377) om marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument är att i viss mån underlätta för aktierelaterade incitaments- och aktiesparprogram som sedan den 1 juli 2005 riskerat att komma i konflikt med marknadsmissbrukslagstiftningen. Ändringarna torde ha en marginell betydelse på Finansinspektionens, Ekobrottsmyndighetens och Sveriges domstolars verksamhet som berörs av lagändringarna och eventuella kostnader ryms inom dessa myndigheters befintliga anslag. För de företag som berörs av ändringarna torde inte några särskilda kostnader uppstå.

Inte heller ändringen i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden torde medföra annat än marginell betydelse på berörda myndigheters verksamhet och eventuella kostnader ryms inom myndigheternas befintliga anslag. Företag som berörs av lagändringen torde inte drabbas av kostnader till följd av den.

## 8 Författningskommentar

### 8.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

#### 16 §

Förslaget har behandlats i avsnitt 4.3.

Paragrafen har ändrats så att Finansinspektionen får medge undantag från handelsförbudet om det finns särskilda skäl. Genom att rekvisitet synnerliga skäl bytts mot särskilda skäl ges ett ökat utrymme för Finansinspektionen att beakta skäl som i det enskilda fallet kan motivera undantag från handelsförbudet utan att de intressen som bestämmelsen avser att skydda åsidosätts. Dessutom har vissa språkliga ändringar gjorts.

### 8.2 Förslaget till lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

#### 5 §

Förslaget har behandlats i avsnitt 4.2.

Ändringen i paragrafen innebär att ytterligare ett undantag införs i undantagskatalogen genom en ny tionde punkt.

För att undantaget ska vara tillämpligt ska det incitaments- eller sparprogram som är för handen vara av långsiktig karaktär. Ett par remissinstanser har framfört önskemål om att innebörden av begreppet långsiktig utvecklas. Begränsningen till program av långsiktig karaktär syftar till att eliminera risken för kringgåenden av förbudet mot insiderhandel och ska tolkas med den utgångspunkten. Det innebär att program, för att omfattas av undantaget, måste omspänna en så lång period att aktiemarknadens övergripande utveckling (aktiemarknadens s.k. systematiska risk) påverkar programmets utfall på ett påtagligt sätt jämfört med enstaka företagsspecifika händelser. Det innebär i sin tur att incitaments- eller sparprogram som är utformade i relativa termer, genom att aktiemarknadens övergripande utveckling helt eller delvis elimineras, ställer större krav på långsiktighet än program som inte innehåller sådana inslag. Under alla omständigheter torde kravet på långsiktighet i detta sammanhang motsvara minst tre år. (Kravet gäller inte för alla aktierelaterade incitaments- eller sparprogram utan endast sådana som åberopar undantaget i 5 § 10.)

I *tredje stycket* ersätts konvertibelt skuldebrev med konvertibel för en bättre överensstämmelse med aktiebolagslagens (2005:551) terminologi.

Slutligen har vissa språkliga ändringar gjorts.

## 6 §

Förslaget har behandlats i avsnitt 4.2.

Genom ändringen tydliggörs att paragrafen inte utgör en utvidgning av tillämpningsområdet såvitt avser det nya undantaget i 5 § 10.

## 8.3 Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden

### 13 kap. 1 §

Förslaget har behandlats i avsnitt 5.4.

Ändringen i paragrafen innebär att ett nytt stycke införs som förbjuder börser att ställa oskäligt betungande krav på emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. Förbudet avser att ge Finansinspektionen en möjlighet att ingripa mot sådana krav i en börs regelverk. De krav som framför allt åsyftas är krav som härrör från ett annat land och som införts i börsens regelverk till följd av annat än affärsmässiga överväganden. Det kan inte uteslutas att även krav som har en annan bakgrund kan komma att omfattas av förbudet. Avsikten är dock inte att en prövning av affärsmässigheten i börsens beslut härigenom ska komma till stånd. Dessutom har vissa språkliga ändringar gjorts.

Begreppet regelverk avser att omfatta de regler som börser ställer upp för aktörerna. *Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Bankföreningen och Fondbolagens förening* har ansett att begreppet regelverk ska ges en vid innebörd och innefatta t.ex. nya regler som måste iaktas av eller gäller för deltagare och emittenter samt investerare till följd av ändrad reglering eller lagstiftning i börser eller dess moderbolags hemland om detta är beläget utanför EU/EES-områdena. Sådan påverkan bör enligt föreningarna kunna förklaras icke gällande i Sverige. Sådan regelpåverkan har inte behandlats i promemorian och är inte heller föremål för något förslag inom detta lagstiftningsarbete (se avsnitt 5.4) och extraterritoriell tillämpning av utländsk rätt av utländska tillsynsmyndigheter och domstolar är inte heller en fråga som den svenska lagstiftaren förfogar över.

Bestämmelsen omfattar krav mot emittenter och deltagare vid en reglerad marknad. *Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet* anser att investerarnas behov av skydd måste inbegripas i en reglering. Som vi har valt att utforma bestämmelsen och dess räckvidd avser vi att även tillgodose investerarnas intressen och att detta lämpligast sker på ett indirekt sätt.

För att förbudet ska vara tillämpligt krävs att ett uppställt krav är oskäligt betungande. Avsikten är att förebygga och hindra en skadlig överreglering vad gäller t.ex. regler om redovisning, transaktionsrapportering och annan information som ska ges in till börser samt bolagsstyrning. Vid bedömningen av om ett visst krav är att anse som oskäligt betungande ska samtliga omständigheter beaktas. Omständigheter som särskilt anges är kravets ändamål och EG-rätten. När det gäller vilka andra omständigheter som är av vikt vid

bedömningen av proportionaliteten av ett krav kan den brittiska Balls Act tjäna till viss ledning. I den lagen anges som exempel på omständigheter att beakta effekten av föreliggande rättsliga och andra krav, finansiella tjänsters och marknaders globala karaktär och den internationella rörligheten av sådana aktiviteter, underlättande av innovation samt påverkan på allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.

Det rör sig om rena undantagsfall som kan tänkas komma i konflikt med förbudet. En tänkbar situation som skulle kunna aktualisera en tillämpning av förbudet är att emittenter åläggs att utöver de inom EU gällande bestämmelserna om redovisning och revision uppfylla utländska standarder på området eller att deltagare åläggs att till börsen rapportera in uppgifter om kunder och transaktioner vida överstigande de uppgifter som ska lämnas enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden om transaktionsrapportering.

Ingripandemöjligheterna är de enligt lagen om värdepappersmarknaden gängse. Förbudet och ett eventuellt beslut om ingripande från Finansinspektionens sida avser inte att få några civilrättsliga följder och påverkar inte avtalsförhållandet mellan börsen och emittenterna eller deltagarna.

## II. Förslag till lag om ändring i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument

Härigenom föreskrivs att 5 och 9 §§ i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument skall ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

### 5 § Trots bestämmelserna i 2-4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan användande av insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,

2. finansiellt instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,

3. uppgifter fullgörs som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,

4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,

5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,

6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,

7. ingångna terminskontrakt fullgörs på slutdagen,

8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,

9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används,

*10. finansiellt instrument mottas*

*eller överlåtas när transaktionen är vederlagsfri.*

Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimisbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

*Nuvarande lydelse*

## **9 §**

Bestämmelserna i 2-8 §§ skall inte tillämpas på handel med egna aktier vid återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

*Föreslagen lydelse*

Bestämmelserna i 2-8 §§ skall inte tillämpas på

*1. handel med egna aktier vid återköpsprogram eller på stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument,*

*2. förvärv eller avyttring av finansiella instrument, som inte omfattas av 1 ovan, och som följer av villkoren i aktierelaterade incitaments- eller sparprogram. Med sådana program avses i denna bestämmelse program för styrelseledamöter, ledande befattningshavare och annan personal som beslutas av bolagsstämman, har en långsiktig karaktär och som baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, syntetiska optioner eller köpoptioner.*

## Förslag till lag om ändring i lagen (2000:1987) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument

Härigenom föreskrivs att 16 § i lagen (2000:1987) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument skall ha följande lydelse.

### *Nuvarande lydelse*

Utan hinder av 15 § får

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,
2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter och inlösenrätter samt andra liknande rätter såsom omvandlingsrätter.

### *Föreslagen lydelse*

Utan hinder av 15 § får

1. aktier avyttras enligt villkoren i ett offentligt erbjudande om köp av aktier,

2. avyttring ske av tilldelade emissionsrätter och inlösenrätter samt andra liknande rätter såsom omvandlingsrätter,

*3. aktier mottas eller överlåtas när transaktionen är vederlagsfri,*

*4. aktier förvärvas eller avyttras vid aktiemarknadsbolags handel med egna aktier inom ramen för återköpsprogram eller som ett led i stabilisering av finansiella instrument, förutsatt att handeln utförs i enlighet med förordningen (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och Rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument,*

*5. aktier förvärvas eller avyttras förutsatt att transaktionen följer av villkoren i aktierelaterade incitaments eller sparprogram. Med sådana program avses i denna bestämmelse program för styrelseledamöter, ledande*

*befattningshavare och annan personal som beslutas av bolagsstämman, har en långsiktig karaktär och som baseras på aktier, konvertibler, teckningsoptioner, syntetiska optioner eller köpoptioner.*



# Lagförslaget i promemorian om börsers regelverk

## 2. Författningsförslag

### 2.1 Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden - Alternativ (A)

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 1 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, ska tillföras ett nytt fjärde stycke av följande lydelse.

*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.*

### 2.2 Förslag till lag om ändring i lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden - Alternativ (B)

Härigenom föreskrivs att 13 kap. 6 och 17 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ska ha följande lydelse.

*Nuvarande lydelse*

*Föreslagen lydelse*

#### **13 kap.**

##### **6 §**

En börs ska ha *ändamålsenliga regler för handeln på en reglerad marknad som drivs av börsen*. Av reglerna ska framgå

En börs ska ha ett *ändamålsenligt regelverk för sin verksamhet som reglerad marknad*. Av regelverket ska framgå

1. deltagarnas förpliktelser mot börsen,

1. deltagarnas förpliktelser mot börsen,

2. det som gäller för transaktioner på marknaden,

2. det som gäller för transaktioner på marknaden,

3. kompetenskraven för anställda och uppdragstagare hos deltagarna som deltar i handeln för deltagarnas räkning, och

3. kompetenskraven för anställda och uppdragstagare hos deltagarna som deltar i handeln för deltagarnas räkning, och

4. formerna för clearing och avveckling av de transaktioner som genomförts.

4. formerna för clearing och avveckling av de transaktioner som genomförts.

*En börs regelverk får inte innebära oskäligt betungande förpliktelser för emittenter eller deltagare vid börsen. Vid*

*skälighetsbedömningen ska samtliga omständigheter beaktas, däribland särskilt regelverkets betydelse för värdepappersmarknaden och det ändamål som regelverket syftar till att uppnå.*

*Ändringar i en börs regelverk som innebär betungande förpliktelser för emittenter eller deltagare vid börsen ska anmälas till Finansinspektionen. Därefter ska Finansinspektionen, inom 10 arbetsdagar efter mottagandet av anmälan, meddela beslut i frågan om ändringen i regelverket är tillåtlig. Ändringen i regelverket får inte träda ikraft före Finansinspektionen meddelat beslut.*

*En börs regelverk ska anses innebära betungande förpliktelser för emittenter och deltagare vid börsen om;*

*1. kraven på ekonomisk redovisning eller transaktionsrapportering går utöver vad som följer av denna lag, annan svensk författning, myndighets föreskrift eller gemenskapsrätten inom Europeiska unionen,*

*2. kraven på omfattningen eller arten av informationsgivning går längre än vad som krävs för att tillgodose den svenska värdepappersmarknadens krav på information,*

*3. annat lands lag än svensk lag eller lag baserad på gemenskapsrätten inom Europeiska unionen ska tillämpas på förhållandet mellan börsen och emittenter eller deltagare vid börsen,*

*4. nya krav innebär en väsentlig förändring för emittenter eller*

Reglerna får inte hindra en deltagare att välja ett system för avveckling av de transaktioner som genomförts på den reglerade marknaden under förutsättning att

1. förbindelserna mellan och avtalen rörande det valda avvecklingssystemet och varje annat system säkerställer en effektiv och ekonomisk avveckling av transaktionen, och
2. Finansinspektionen inte har beslutat att det valda avvecklingssystemet inte får användas för avveckling av transaktioner på den reglerade marknaden.

17 §

Regeringen eller den myndighet som regeringen bestämmer får meddela föreskrifter om

1. övervakningen av handeln och kursbildningen enligt 7 §,
2. handelsregler för en reglerad marknad i fråga om aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier vid den reglerade marknaden,
  3. *vilka bestämmelser i en börs regelverk som ska anses kunna innebära oskäligt betungande förpliktelser enligt 6 § andra stycket,*
  4. *vilka bestämmelser i en börs regelverk som ska föranleda anmälningsskyldighet enligt 6 § tredje stycket*
  5. börsens skyldighet enligt 9 § att offentliggöra information om handeln,
  6. skyldigheten enligt 10 § att offentliggöra information före handel,
  7. skyldigheten enligt 11 § att offentliggöra information efter handel, och
  8. disciplinnämnd och handläggningen av disciplinären.

Remissinstanserna beträffande promemorian  
Marknadsmisbrukslagstiftningen och aktierelaterade  
incitamentsprogram

Riksdagens ombudsmän, Sveriges riksbank, Hovrätten för Västra Sverige, Kammarrätten i Sundsvall, Justitiekanslern, Riksåklagaren, Ekobrottsmyndigheten, Rikspolisstyrelsen, Kommerskollegium, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, Skatteverket, Tredje AP-fonden, Sjätte AP-fonden, Datainspektionen, Juridiska fakultetsnämnden vid Lunds universitet, Konkurrensverket, Sveriges advokatsamfund, FAR SRS, Sveriges Försäkringsförbund, Tjänstemännens Centralorganisation, Sveriges Akademikers Centralorganisation, Landsorganisationen i Sverige (LO), Svenska Bankföreningen, Aktiemarknadsbolagens förening, Finansbolagens förening, Fondbolagens förening, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, VPC Aktiebolag, Stockholmsbörsen AB, AktieTorget Aktiebolag och Nordic Growth Market NGM AB.

## Remissinstanserna beträffande promemorian Börsers regelverk

Sveriges riksbank, Kammarrätten i Stockholm, Länsrätten i Stockholms län, Ekobrottsmyndigheten, Stockholms handelskammare, Kommerskollegium, Riksgäldskontoret, Finansinspektionen, Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet, Konkurrensverket, Sveriges advokatsamfund, Svenskt Näringsliv, FAR SRS, Sveriges Försäkringsförbund, Svenska Bankföreningen, Finansbolagens förening, Fondbolagens förening, OMX AB, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, VPC Aktiebolag, OMX Nordiska Börs Stockholm AB, Nordic Growth Market NGM AB och Stockholm Business Region AB.