

SVENSKA  
FONDHANDLARE  
FÖRENINGEN

REMISSYTTRANDE

2015-01-09

Finansdepartementet

103 33 STOCKHOLM

Fi2014/3498

*Betänkandet Ändrade informationskrav på värdepappersmarknaden  
(SOU 2014:70)*

**Sammanfattning**

Svenska Fondhandlareföreningen tillstyrker i huvudsak förslagen i betänkandet. Fondhandlareföreningen delar utredningens utgångspunkt att lagförslagen bör ligga på direktivets nivå och att en strängare lagreglering bara bör komma ifråga om det är motiverat av särskilda skäl.

Beträffande några förslag, främst förslagen att lagkravet på delårsrapporter slopas och att tidsfristen för flaggning förlängs, har föreningen i och för sig vissa betänkligheter eftersom förslagen kan komma att leda till en sämre genomlysning av den svenska värdepappersmarknaden. Det bör därför finnas en beredskap att vidta åtgärder om denna risk skulle förverkligas.

Föreningen vidhåller sin uppfattning att allmänna domstolar är bäst lämpade att pröva subjektiva rekvisit med sin betydligt större erfarenhet från prövningen av dessa rekvisit i exempelvis brottmål. För en mer rättssäker process bör därför sanktionsavgifter mot fysiska personer prövas i allmän domstol. Föreningen instämmer i vad Erik Sjöman och Anne Wigart anför i deras skiljaktiga mening i betänkandet.

Enligt föreningens mening bör den fullständiga regleringen i enlighet med öppenhetsdirektivet, inklusive nivå-2 regleringen från EU, göras tillgänglig på ett och samma ställe i Sverige och då lämpligen på Finansinspektionens hemsida.

Vidare bör Finansinspektionen på sin hemsida ha en vägledning för inspektionens sanktionsförfarande som redogör för vilka rättigheter och skyldigheter en juridisk

SVENSKA FONDHANDLARE FÖRENINGEN

2

eller fysisk person har i denna process. Med ledning av denna vägledning bör en part få klart för sig förfarandets förlopp och således kunskap om i vilket skede förfarandet befinner sig.

### **Hemmedlemsstat och andra definitioner**

Frågan om hemmedlemsstat kan enligt föreningens medlemmars erfarenheter föranleda en hel del praktiska problem och det är därför av vikt med enkla och klara regler. Föreningen kan mot denna bakgrund tillstyrka förslagen rörande hemmedlemsstat. Beträffande övriga definitioner har föreningen inget att erinra.

### **Krav på information om större värdepappersinnehav (flaggningsregler)**

I avsnittet föreslås att Sverige ska behålla gränsvärdet 90 % men i övrigt ta bort den svenska särlagstiftningen såsom flaggningskyldigheten för annans (bl.a. närstående) aktieinnehav och den korta tidsfristen för flaggning.

Som ovan har konstaterats kan förslaget om att förlänga tidsfristen för flaggning minska genomlysningen på den svenska marknaden. Fyra dagar får i detta sammanhang bedömas som en relativt lång tid. Det är emellertid av stor betydelse för värdepappersinstituterna och även för den svenska marknaden att en harmoniserad reglering sker inom EU/EES av flaggningsreglerna och att en svensk särreglering i möjligaste mån undviks. Med hänsyn härtill anser föreningen att förslaget kan tillstyrkas.

Det föreslagna undantaget för stabiliseringsåtgärder kan tillstyrkas. Definition av stabiliseringsåtgärder saknas dock i lagtexten. Vad som avses med stabiliseringsåtgärder bör lämpligen anges direkt i lagtexten eller med en hänvisning i lagtexten till relevant definition.

När det gäller den utvidgning som nu sker av flaggningskyldigheten till att omfatta nya typer av finansiella instrument och att flaggningen i vissa fall ska föregås av ett nytt, relativt avancerat beräkningsförfarande (deltametoden), har föreningen följande synpunkter. Syftet med de nya reglerna om flaggning må vara gott, nämligen att se till att både emittenter och investerare har kunskap om hur företagens ägarförhållanden är strukturerade. Följden av de nya reglerna är emellertid ökade svårigheter för företag och enskilda att analysera och bedöma om flaggningskyldighet föreligger samt att beräkna innehavet.

En första svårighet är den osäkerhet som föreligger om vilka kontrakt och avtal som ska medräknas. Reglerna gällande vilka instrument som omfattas av flaggningskyldigheten är tämligen generella. Utöver aktier (och depåbevis) ska flaggning ske för finansiella instrument som ger rätt för innehavaren att enligt

avtal förvärva aktier som redan har getts ut och för finansiella instrument som hänförs till aktier och som har en ekonomisk effekt liknande den rätt att förvärva aktier, oavsett om det finansiella instrumentet ger rätt till fysisk avveckling (dvs. leverans av aktierna, begreppet är tveksamt eftersom någon fysisk leverans inte äger rum på den svenska värdepappersmarknaden) eller inte. Avgörande för om instrumentet är flaggningspliktigt är enligt betänkandet (s. 279) om innehavaren genom instrumentet exponeras mot upp- och/eller nedgångar i de underliggande aktierna. Finansiella instrument som ger sådan ekonomisk exponering omfattas av flaggningskyldigheten även när instrumentet enbart ger rätt till kontantavveckling.

Vilka instrument är det då fråga om? I lagförslaget återfinns en icke-uttömmande lista av finansiella instrument som bl.a. anger optioner, terminskontrakt, swappar samt avslutningsvis att anmälningsskyldigheten ska omfatta varje annat kontrakt eller avtal med liknande ekonomisk effekt som kan avvecklas fysiskt eller kontant.

Regleringen ger upphov till ett antal frågor. Vad innebär det att villkor i ett kontrakt eller avtal är så utformade att innehavaren genom instrumenten erhåller en ekonomisk exponering mot de underliggande aktierna? Finansiella instrument som ger en sådan ekonomisk exponering omfattas av anmälningsskyldigheten även när instrumentet enbart ger rätt till kontantavräkning. Vilka instrument är det i sådana fall fråga om? I och för sig ska Esmas uppdatera en vägledande förteckning över finansiella instrument som omfattas av krav på anmälningsskyldighet men den förteckningen ska inte vara bindande. Utredningen konkluderar att ett finansiellt instrument som inte finns med i den vägledande uppräkningslistan eller i Esmas förteckning ändå kan omfattas av kravet på flaggningskyldighet (s. 279). En prövning måste, enligt utredningen, göras och vid osäkerhet bör innehavaren ytterst rådgöra med den behöriga myndigheten för att säkerställa att nationell lagstiftning efterföljs.

Därtill kommer att det saknas definitioner av eller förklaringar till vad som avses med vissa väsentliga begrepp såsom det nominella antalet underliggande aktier, lång och kort position och instrumentets delavärde.

Nu diskuterad flaggningskyldighet föreslås sanktionerad i enlighet med sedvanliga mycket hårda sådana från EU. För en fysisk person som inte fullgör en skyldighet att göra anmälan enligt flaggningsreglerna föreslås en högsta sanktionsavgift om knappt 18 miljoner kronor. För juridiska personer är taket satt till knappt 90 miljoner kronor.

Den rättsliga osäkerheten i regleringen får anses som både anmärkningsvärd och bekymmersam. Det är fråga om sanktionsavgifter som enligt föreningens

uppfattning är att bedöma som straff och med denna bedömningsgrund borde det ur rättssäkerhetssynpunkt krävas en betydligt klarare och tydligare reglering.

Flaggningsreglerna kommer dessutom att bli ännu mer komplicerade eftersom kommande nivå-2 reglering ska ange beräkningsgrunderna för att beräkna antalet rösträtter när det gäller finansiella instrument i en korg av aktier eller ett index och metoderna för att fastställa deltagarvärdet för beräkningen av rösträtten avseende finansiella instrument som endast ger möjlighet till kontantavräkning.

Enligt föreningens mening bör de viktigaste begreppen definieras i lag eller i vart fall utvecklas i förarbetena. Vidare bör det noga anges hur beräkningen av innehav ska gå till i det kommande lagförslaget. Slutligen är det föreningens uppfattning att hänvisningar bör ges i lagtexten till relevanta artiklar i nivå-2 regleringen.

Föreningen delar utredningens ställningstagande om att den engelska texten ska utgöra utgångspunkt för beräkningen av flaggningsfristen om fyra dagar. Denna frist möjliggör, i vart fall teoretiskt sett, att en investerare kan komma att flagga ner före man flaggar upp och vice versa (över/under respektive gräns). För att undvika missförstånd bör det kanske anges att flaggning alltid måste ske i "rätt" ordning.

En av sanktionerna som införs för att upprätthålla flaggningsskyldigheten är att en innehavare som inte har fullgjort sin skyldighet att flagga kan förbjudas att utöva rösträtten. Enligt föreningens uppfattning kan uttrycket att "inte företräda aktierna" inge viss tveksamhet om räckvidden av ett beslut. Det bör därför klargöras att det är endast rösträtten som berörs och inte andra rättigheter såsom aktieägare.

### **Regelbunden finansiell information**

Utredningen föreslår att kravet på att emittenter av aktier ska offentliggöra delårsredogörelse eller kvartalsrapport för räkenskapsårets första och tredje kvartal slopas. I avsnittet gör utredningen bedömningen att det inte införs några särregler om kvartalsvis rapportering för emittenter som är finansiella institut.

Föreningen noterar att kreditinstitut och värdepappersbolag redan idag omfattas av ett utökat krav på delårsrapportering genom bestämmelserna i 9 kap. årsredovisningslagen och i 9 kap. lagen om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag. Dessa företag ska upprätta en delårsrapport minst en gång under ett räkenskapsår som omfattar mer än tio månader. Dessutom ska de finansiella företag som omfattas av kapitaltäckningsregelverket offentliggöra

5

information om kapitaltäckning och riskhantering kvartalsvis. Detta informationskrav hänger samman med den särskilda reglering som gäller för kreditinstitut och värdepappersbolag och motiveras främst av stabilitetsskäl och behovet av information om de risker som dessa institut är föremål för.

Eftersom det redan av bland annat stabilitetsskäl finns informationskrav under löpande räkenskapsår för de finansiella företagen stödjer föreningen utredningens förslag och den bedömning som görs om att inte införa några särregler om kvartalsvis rapportering för emittenter som är finansiella företag.

Vad gäller avskaffandet av lagkravet för övriga företag har föreningen ovan angett att det kan finnas risker för genomlysningen men föreningen anser att dessa risker inte är tillräckliga för att motsätta sig förslaget. Effekterna av ett genomfört förslag bör emellertid följas upp.

#### **Övriga informationskrav för emittenter och tillgång till information**

Förslagen, att kravet på att en emittent ska offentliggöra nya låneemissioner tas bort och att kravet i föreskrifter på att ändringar i bolagsordningen ska överlämnas till Finansinspektionen och börsen tas bort, tillstyrks.

#### **Utökade sanktionsmöjligheter**

I avsnitt 8.3.3 för utredningen ett resonemang om omständigheterna som talar för och omständigheter som talar emot att sanktionsavgiften enligt öppenhetsdirektivet ska anses innefatta en anklagelse om brott i Europakonventionens mening. Utredningen synes tveksam till om avgiften ska anses innefatta en anklagelse om brott. Föreningen anser att bestämmelserna om de administrativa, mycket kännbara, sanktionsavgifterna faller inom ramen för artikel 6 i Europakonventionen och att en svensk lagreglering bör utformas med betryggande säkerhetsmarginal gentemot eventuella påståenden om att en reglering bryter mot nämnda konvention.

#### **Beslut i sanktionsärenden**

Föreningens uppfattning är att allmän domstol är bäst lämpad att pröva sanktioner mot fysiska personer. Ett tungt vägande skäl för detta är att prövning ska äga rum av den subjektiva sidan ( uppsåt eller oaktsamhet) och att sanktionerna och sanktionsavgifterna enligt föreningens mening får anses innefatta en anklagelse om brott. Allmänna domstolar har som föreningen tidigare anfört störst erfarenhet av att pröva subjektiva rekvisit genom att brottmål handläggs där. Regeringen har i en nyligen framlagd lagrådsremiss föreslagit att prövningen av fysiska personers ansvar för juridiska personers överträdelse ska ske i allmän förvaltningsdomstol och anfört

samordningsfördelar som främsta skäl för förslaget. Föreningens uppfattning är att detta argument inte har sådan tyngd att det överväger de rättssäkerhetsargument som talar för låta allmänna domstolar pröva sanktionsavgifter gentemot fysiska personer.

Det bör antecknas att kraven på arbetsordning och instruktioner om arbetsfördelning mellan olika bolagsorgan gäller även fortsättningsvis för bl.a. värdepappersbolag, börser och clearingorganisationer, se prop. 2013/14:86 s. 56 och 57. (jfr s. 237).

### Övrigt

Föreningen har i flera sammanhang, senast i remissvaret på betänkandet från Marknadsmissbruksutredningen (SOU 2014:46), framfört att regelsystemet på finansmarknaderna är minst sagt svåröverskådligt. Detta gäller generellt men kanske särskilt för juridiska och fysiska personer som i sin dagliga verksamhet sällan konfronteras med den finansiella lagstiftningen. När det gäller de nya reglerna i öppenhetsdirektivet är särskilt flaggningsreglerna bekymmersamma i nu aktuellt avseende. Dessa regler omfattar alla och envar och således inte bara finansiella institut.

Överst i regelhierarkin återfinns ett direktiv antaget av rådet och Europaparlamentet. Flaggningsreglerna införs i Sverige genom bestämmelser i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Reglerna gällande vilka instrument som omfattas av flaggningskyldigheten är tämligen generella och anger bl.a. optioner, terminskontrakt, swappar samt avslutningsvis att anmälningsskyldigheten ska omfatta varje annat kontrakt eller avtal med liknande ekonomisk effekt som kan avvecklas fysiskt eller kontant. I en efterföljande bestämmelse anges hur beräkningen ska ske rörande finansiella instrument som endast kan kontantavräknas. Den beskrivning som återfinns i lagtexten är inte helt enkel att förstå och innehåller bl.a. att man ska ta hänsyn till instrumentets deltavärde. Det sistnämnda begreppet är inte definierat i lagtexten. Dessa regler kommer under våren 2015 att kompletteras av en nivå 2 reglering i form av tekniska standarder antagna av kommissionen i förordningsform. Regleringen på nivå 2 ska ange beräkningsgrunderna för att beräkna antalet rösträtter när det gäller finansiella instrument i en korg av aktier eller ett index och metoderna för att fastställa deltavärdet för beräkningen av rösträtten avseende finansiella instrument som endast ger möjlighet till kontantavräkning. Slutligen ska Esmå uppdatera en vägledande förteckning över finansiella instrument som omfattas av krav på anmälningsskyldighet men den förteckningen ska inte vara bindande

Flaggningsreglerna kommer således att vara utspridda. Utöver den svenska regleringen kommer det att finnas förordningsreglering på nivå 2 och en av Esma uppdaterad vägledande förteckning över finansiella instrument som omfattas av krav på anmälningsskyldighet. Enligt föreningens mening bör flaggningsreglerna samlas på ett enda ställe så att fysiska och juridiska personer i Sverige på ett relativt enkelt sätt kan få en överblick över den kompletta regleringen. Enligt föreningens uppfattning är det lämpligt att ge Finansinspektionen i uppdrag att på sin hemsida upplysa om flaggningsreglerna i sin helhet med dokumenten i full text alternativt länkar till relevanta sidor med lagtext. Vad som nu sagts bör enligt föreningens uppfattning gälla generellt vad avser finansmarknadsreglering med EU-anknytning, exempelvis prospektregleringen, EMIR och marknadsmissbruk.

Slutligen anser föreningen att information och vägledning riktad till juridiska och fysiska personer bör ges på Finansinspektionens hemsida om sanktionsförfarandet på sådant sätt att personerna kan ta tillvara på sina rättigheter och även lokalisera i vilket skede i processen förfarandet befinner sig.



SVENSKA FONDHANDLAREFÖRENINGEN

Lars Afrell

Direktör