



# Marknadstillsyn 2004

2004:11



<b>MARKNADSTILLSYN – ATT FRÄMJA VÄL FUNGERADE FINANSIELLA MARKNADER</b>	<b>3</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>4</b>
<b>1. VARFÖR MARKNADSTILLSYN?</b>	<b>7</b>
1.1 Marknadseffektivitet och konsumentskydd	7
1.2 Informationsproblemet	11
1.3 Förtroendet	12
1.4 Finansinspektionen och marknadstillsynen	14
<b>2. DE NYA EU-REGLERNA</b>	<b>17</b>
2.1 Direktiv om marknadsmissbruk	18
2.2 IAS-förordningen	20
2.3 Direktiv om prospekt	21
2.4 Direktiv om öppenhetskrav för emittenter	23
2.5 Direktiv om marknader för finansiella instrument	23
2.6 Direktiv om penningtvätt	24
2.7 Direktiv om försäkringsförmedling	24
<b>3. INTRESSEKONFLIKTER</b>	<b>26</b>
3.1 Vad är problemet?	26
3.2 Livbolagen	26
3.3 Fondbolagen	29
3.4 Intressekonflikter inom bankerna?	31
3.5 Värdepappersföretagens kundorderhantering	33
3.6 Intressekonflikter hos analytiker	34
3.7 Rådgivarföreskriften och tillsynen	34
<b>4. ANDRA FRÅGOR FÖR MARKNADSTILLSYNEN</b>	<b>37</b>
4.1 Den finansiella elmarknaden	37
4.2 Hedgefonder	38
4.3 Aktieindexobligationer	39
4.4 Från konto till konto	43
<b>NYA OCH KOMMANDE EU-REGLER</b>	<b>45</b>

# Marknadstillsyn – att främja väl fungerade finansiella marknader

Marknadstillsynens mål är att de finansiella marknaderna ska fungera väl – för företagen, för konsumenterna och för samhället. Nyckelorden för tillsynen är information, uppförande och förtroende.

Traditionellt har det varit företag aktiva på värdepappersmarknaderna som varit mest tydligt berörda av marknadstillsynen, och för den bredare allmänheten är marknadstillsyn kanske mest förknippad med kontroll av att aktörer inte missbrukar sin ställning på marknaderna, exempelvis genom insiderhandel. Men frågorna kring uppförande, information och förtroende begränsar sig inte till aktie- och värdepappersmarknaderna, utan är centralt för *hela* finansmarknaden, något som inte minst problemen i livbolagen tydligt illustrerat. Vidare blir *konsumentperspektivet* allt mer centralt i marknadstillsynen. Allt fler kunder efterfrågar allt fler finansiella produkter, ibland med ett riskinnehåll som inte alltid är uppenbart för den enskilde. Konsumenternas position behöver stärkas för att balansera de ofta stora aktörernas informationsövertag.

De senaste årens ”bubblor”, skandaler och förtroendeproblem har inneburit samhällsekonomiska kostnader som inte alltid synliggjorts. Förtroendeproblem brukar få snabbt genomslag i fallande börskurser för de direkt berörda bolagen. Men från ett tillsynsperspektiv är det väsentliga problemet att detta kan leda till att konsumenter, och andra, avstår från att investera, att prisbildningen försämras och att kapitalförsörjningen fördyras för näringslivet. Bristande förtroende på andra delar av finansmarknaden kan leda till att i grunden goda produkter och effektiva lösningar överges eller undernyttjas och att produktutvecklingen hämmas. Förtroende för marknader, tjänster och företag tar lång tid att bygga upp, men kan helt sopas bort på mycket kort tid. De finansiella marknaderna är alltför viktiga för att få eroderas av dålig informationsgivning, illa hanterade intressekonflikter och förtroendekriser. Därför är marknadstillsynens uppgift så central.

Rapporten visar att marknadstillsynen innefattar ett mycket brett spektrum av frågeställningar och aspekter. Gränsen mellan vad som bör vara statens respektive marknadens uppgifter kan ibland vara svår att dra. Hur reglerings- och tillsynsuppgifter som berör marknadstillsynsområdet bör fördelas mellan olika statliga myndigheter är inte heller uppenbart i alla lägen. Det här gör det särskilt viktigt för FI att diskutera strategier och prioriteringar i tillsynen tillsammans med aktörer och intressenter. Den här rapporten ska ses som inledningen på en sådan dialog, och vi har ambitionen att utveckla former för detta. Till att börja med är du välkommen att mejla dina synpunkter på rapporten och på vår verksamhet till oss på FI.

I arbetet med rapporten har ett stort antal FI-medarbetare bidragit med underlag och synpunkter. Redaktör för rapporten har varit Hans Bäckström.

*Erik Saers*  
*Avdelningschef, marknadstillsyn*  
[erik.saers@fi.se](mailto:erik.saers@fi.se)

# Sammanfattning

## *Konsumenten i fokus för marknadstillsynen*

Marknadstillsynen har fått växande betydelse under senare år. Några orsaker är en alltmer internationellt integrerad värdepappersmarknad, pådriven av den omfattande regelharmonisering som sker inom EU, och att utvecklingen på värdepappersmarknaderna generellt får allt större samhällsekonomisk betydelse. Det är också av stor betydelse att de enskilda hushållen deltar i allt bredare omfattning på finansmarknaderna. Därigenom blir växande grupper av konsumenter exponerade både för finansiella möjligheter och risker. Konsumentskyddsfrågorna får på så sätt en både större och delvis annorlunda dimension än tidigare.

## *Marknadstillsynens möjligheter och problem*

Samtidigt innebär marknadstillsynen många gränsdragnings- och rollfördelningsproblem, delvis som en avspeglning av den stora bredd i frågeställningarna som området inrymmer. Rätt utformad kan marknadstillsynen ge viktiga bidrag till den samhällsekonomiska effektiviteten, fel utformad kan den hämma effektiviteten. Många av de nya EU-direktiven illustrerar både möjligheterna och riskerna på ett tydligt sätt: på den positiva sidan skapas integrerade europeiska finansmarknader, på den negativa sidan finns tendenser till alltför omfattande och detaljerad reglering. Att hitta en väl fungerande balans mellan regleringar och marknadslösningar är utomordentligt viktigt. Här krävs både en fördjupad problemanalys och en kontinuerlig utvärdering av tillsynsarbetets erfarenheter.

Det är svårt att mäta och värdera det generella ”läget” när det gäller faktorer som informationskvalitet, uppförande, hantering av intressekonflikter och förtroende och uttrycka detta i något specifikt mått. I denna rapport har inga sådana försök gjorts. Istället redovisas FI: s syn på läget inom ett antal områden som FI aktivt arbetat och arbetar med, men utan försök till sammanfattande bedömning.

## *Nya EU-regler*

Ett huvudområde för arbetet på marknadstillsynsområdet är de EU-direktiv och – förordningar som håller på att införlivas, eller som de närmaste åren kommer att införlivas, i svensk lagstiftning. Generellt innebär direktiven att FI: s ansvarsroll blir mer uttalad och mer omfattande än idag.

- **Marknadsmisbruksdirektivet** innebär att fler typer av marknadsskadliga beteenden regleras och träffar en bredare krets av aktörer än tidigare. FI blir ansvarig myndighet för övervakningen. Det transaktionsrapporteringssystem som ska utvecklas blir ett viktigt verktyg för att fånga upp tecken på marknadsmis-

bruk. Den nya svenska lagstiftningen, baserad på direktivet, träder i kraft vid halvårsskiftet 2005.

- **Prospektdirektivet**, som också träder i kraft vid halvårsskiftet 2005, innebär skärpta krav på prospekten. FI kommer också att få utökade befogenheter i tillsynen av prospektreglerna. Genom prospektens och prospektgranskningens centrala roll för vilka bolag som noteras på börser och marknadsplatser får FI en central roll även i det avseendet.
- **De internationella redovisningsreglerna (IAS)** som träder i kraft 2005 innebär flera förändringar jämfört med de nuvarande reglerna. Vilken myndighet som ska ha tillsynsansvaret för detta i Sverige är ännu inte beslutat.
- **Lagstiftningen kring penningtvätt** har riksdagen nyligen ändrat som en följd av EU-direktiv. Lagstiftningen kommer fortsättningsvis att träffa även aktörer som advokater, revisorer och fastighetsmäklare.
- **Direktivet om försäkringsförmedling** kommer också att införlivas med svensk lag under 2005. En konsekvens av direktivet innebär att alla fysiska och juridiska personer som förmedlar försäkringar blir föremål för tillstånds- och tillsynskrav.
- **Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID)** införs i svensk lag 2006. Direktivet berör en rad förhållanden med relevans för värdepappersmarknaden, och kommer också att ställa delvis nya och mer omfattande krav på tillsynen, bland annat ingår auktorisation av alla investeringsrådgivare.
- **Direktivet om öppenhetskrav för emittenter** träder i kraft i Sverige 2007, och innebär skärpta krav kring bl.a. årsredovisningar, publicering av ägarförändringar mm. Det innebär också krav på att information hålls tillgänglig på ett samlat sätt för investerarna.

### *Intressekonflikter*

Ett annat huvudområde för marknadstillsynen är arbetet med intressekonflikter. Dessa frågor har fått större uppmärksamhet se senaste åren, kanske framför allt genom vad som förevarit i vissa livbolag. Men problemet uppträder på olika sätt och i olika grad på alla delar av finansmarknaden, vilket präglar det arbete som FI bedriver.

- **På livbolagsområdet** har flera ändringar i regelverket genomförts de senaste 1-2 åren, och ytterligare förändringar utreds. FI kommer att verka för att informationen blir tydligare och mer lättåtkomlig för konsumenten.
- **Fondbolagen** har varit föremål för ett omfattande analys- och granskningsarbete från FI under 2003-2004. Fortsättningsvis kommer FI att utreda frågor kring styrelsesammansättningen i

fondbolag, informationen om bonusprogram och om eventuell användning av s.k. ”soft commissions”. FI ska också följa upp de åtgärder som bolagen kan komma att vidta med anledning av den kod branschen nyligen kommit överens om.

- **Värdepappersbolagens** kundorderhantering har granskats av FI under 2004. Slutsatsen är att kunderna generellt får bristfällig information. FI kommer att under 2005 utfärda nya föreskrifter kring detta.
- **Finansiell rådgivning** reglerades i lag och föreskrifter vid halvårsskiftet 2004. Finansinspektionen kommer att lägga upp en flerårig tillsynsplan för att följa upp efterlevnaden av de nya reglerna.
- Finansinspektionen har nyligen utfärdat riktlinjer i form av ett s.k. allmänt råd som rör hanteringen av intressekonflikter som berör **analytiker** vid värdepappersinstitut. Det innebär en svensk motsvarighet till de amerikanska s.k. *Spitzer rules*.

#### *Nya finansiella instrument mm*

- **Marknaden för el-derivat** är en finansiell marknad med el som underliggande tillgång. Tillsynen av detta är inriktad på marknadseffektiviteten, och FI kommer att göra en riktad insats visavi de företag – huvudsakligen kraft- och råvarubolag – som dominerar marknaden.
- **Hedgefonder** ska redovisa sina innehav kvartalsvis på FI:s hemsida. FI avser vidare att via stickprov kontrollera hur fonderna uppfyller placeringsbestämmelser mm. På sikt ska tydliga riskmått utvecklas.
- **Aktieindexobligationer** tilltalar alltför många sparare. Men produktens komplexitet och den begränsade informationen gör det svårt för kunden att veta vad han eller hon köper. Finansinspektionen kommer under vintern 2004-2005 närmare undersöka problemet, och utifrån detta diskutera vilka åtgärder som kan krävas för att förbättra informationen och underlätta spararnas placeringsbeslut
- **Bankernas gränsöverskridande kundbetalningar** har granskats av FI sedan 2002. FI har tidigare kunnat konstatera brister, och kunde i samband med den undersökning som genomfördes 2004 konstatera att dessa delvis kvarstod. FI har mot den bakgrunden beslutat om straffavgift för två banker. FI kommer att följa upp utvecklingen även fortsättningsvis.

# 1. Varför marknadstillsyn?

## 1.1 Marknadseffektivitet och konsumentskydd

### 1.1.1 Syftet med reglering

Syftet med all finansiell reglering och tillsyn är att finansiella system och marknader ska fungera på ett sätt som är samhällsekonomiskt effektivt. Finansiella företag och marknader är kringgärdade av speciallagstiftning och tillsyn på ett sätt som inte har särskilt många motsvarigheter i andra branscher. Anledningen är att de har speciella egenskaper och risker som företagen och branschen inte fullt ut kan hantera på egen hand. Det finns alltså vissa specifika s.k. marknadsmisslyckanden på det finansiella området. Framför allt brukar man peka på två sådana, dels riskerna för stabiliteten i systemet som helhet, dels de speciella konsumentskyddsaspekterna.

Finansiell tillsyn arbetar utifrån två infallsvinklar för att hävda målen att skydda både ”systemet” och konsumenten. Den ena handlar om att övervaka *de enskilda finansiella företagens stabilitet*, med fokus på förhållanden som kapitalstyrka, ledning, riskhantering etc. På svenska har detta fått benämningen *stabilitetstillsyn*.

Den andra infallsvinkeln är hur finansiella aktörer *uppträder på de olika finansiella marknaderna* och i de gemensamma infrastrukturer som byggs upp kring dessa marknader. Det gäller också, och inte minst, hur man informerar och behandlar sina kunder. Detta har FI valt att kalla *marknadstillsyn* och det är detta område som ska behandlas i denna rapport.

Matrisen nedan sammanfattar denna mål- och metodbild, inklusive vilka huvudaspekter tillsynen har att bevaka inom varje område. I praktiken är gränserna mellan de fyra fälten långtifrån knivskarpa – terrängen är alltid mer komplex än kartan, och händelser eller åtgärder inom en ”ruta” påverkar direkt eller indirekt vad som händer inom de andra. Matrisen ger ändå en god överblick av mål och medel i den finansiella tillsynen.

	SYSTEMFUNKTIONALITET	KONSUMENTSKYDD
MARKNADS-TILLSYN	Effektivitet på och förtroende för de finansiella marknaderna	Korrekt och relevant information till konsumenter och investerare, skäliga villkor och korrekt behandling av kunder
STABILITETS-TILLSYN	Finansiell och operativ stabilitet och adekvat riskhantering hos centrala finansiella institut och funktioner för att säkerställa systemstabilitet	Välskötta finansiella institut och väl utformade regelverk som gör att åtaganden gentemot insättare, försäkringstagare, fondandelsägare etc. kan uppfyllas

Marknadstillsynen har alltså två syften. Det första är att upprätthålla ett gott konsumentskydd i meningen att konsumenterna får korrekt och relevant information och rimliga villkor. Det andra är att främja väl fungerande finansiella marknader, genom att arbeta för att det finns fungerande uppföranderegler, fungerande infrastrukturer för information och handel och god genomlysning. Detta underbygger det grundläggande förtroende som är nödvändigt för att marknaderna ska fungera effektivt.

Det är alltså värt att notera att även om marknadstillsynen inte direkt relaterar till det finansiella systemets stabilitet finns ändå en viktig ”systemsida”, eller om man så vill en makrodimension, även i marknadstillsynen.

### ***1.1.2 Väl fungerande finansiella marknader***

Effektiviteten i samhällsekonomin och därmed den ekonomiska tillväxten påverkas av hur väl den finansiella sektorn och marknaderna fungerar. Genom att kanalisera sparande till investeringar och genom att tillhandahålla system för betalningar och andra transaktioner bidrar finanssektorn till ett lands välförhållande. Ekonomisk forskning har också visat att en välutvecklad finansiell sektor inte bara är passivt stödjande för övriga näringslivet utan dessutom kan driva på den allmänna ekonomiska utvecklingen<sup>1</sup>. Inte minst har ett väl utvecklat finansiellt tjänsteutbud med lokal förankring visats ha stor betydelse för framväxande mindre företag. En väl utvecklad och väl fungerande finansiell sektor är en strategisk tillgång för hela ekonomin.

Dessutom spelar finansiella tjänster och finansmarknader över tiden en allt större roll i samhällsekonomin. Därmed blir det än viktigare att dessa marknader är effektiva. Den växande betydelsen ligger på flera plan och kan mätas på olika sätt. Exempelvis får värdepappersmarknaden allt större betydelse genom att företagen i växande grad finansierar sig över obligations- och aktiemarknaderna. Parallellt söker sig en växande andel av sparkapitalet till dessa marknader. Därutöver kan man konstatera ett växande utbud av finansiella tjänster och produkter på alla finansiella delmarknader, allt under ett växande internationellt konkurrenstryck.

Effektivt fungerande finansiella marknader handlar om:

- att alla deltagare ska ha tillgång till relevant information,
- att det finns en fungerande konkurrens,
- att det finns regler och normer som fungerar och som är kända och accepterade av alla deltagare,
- att marknaden har en fungerande infrastruktur när det gäller informationsspridning, marknadsplatser, clearingfunktioner m.m., och
- att deltagarna har förtroende för varandra.

Om dessa förutsättningar är uppfyllda finns goda möjligheter för en marknad där all relevant information finns med i prisbildningsprocessen och där aktörerna känner tillförsikt att delta. Men kriterierna för en välfungerande mark-

---

<sup>1</sup> Se t.ex. Finansmarknadsutredningens betänkande (SOU 2000:11)



nad uppfylls sällan automatiskt. Därför är ett visst mått av offentlig reglering och tillsyn nödvändigt.<sup>2</sup>

System- eller makrodimensionen av marknadstillsynen handlar till stor del om att främja värdepappersmarknadens funktion som ett effektivt allokeringsmaskineri för sparande och finansiering. Om denna infrastruktur inte är rimligt transparent och säker, om den systematiskt missgynnar – eller anses missgynna – vissa grupper av aktörer, kan detta leda till eller förstärka störningar i likviditet och prisbildning som kan skada samhällsekonomin i stort.

### 1.1.3 Konsumentskydd

*Varför ställs det särskilda krav på finanssektorn?*

Finansiella produkter och tjänster är nödvändighetsvaror som används av alla, och kvaliteten på dessa tjänster och på deras producenter har stor betydelse för människors liv och vardag. Detta har blivit alltmer uttalat i takt med den snabba utvecklingen av det finansiella tjänsteutbudet och dess distributionsformer. Allt fler människor efterfrågar och erbjuds ett allt bredare spektrum av finansiella produkter och har att göra allt fler val och ställnings-taganden.

De finansiella tjänsternas komplexitet gör att konsumenten ofta har ett besvärande informationsunderläge gentemot producenten. Sådana ”underlägen” finns visserligen också på andra marknader där komplexa produkter saluförs, men flera förhållanden gör bilden mer komplicerad på finansområdet. Det faktum att finansiella företag på olika sätt har anförtrots att förvalta den överväldigande delen av människors finansiella tillgångar ställer redan i sig speciella krav på hur verksamheten bedrivs, men det finns också ett antal mer specifika aspekter.

För det första spelar *komplexiteten* i de finansiella produkterna en stor roll. Många finansiella produkter har komplicerade avtalsvillkor eller är svåra att värdera, exempelvis optioner och warranter. För det andra spelar *tidshorisonten* en stor roll – pensionssparande i en bank eller i ett livbolag binds upp under många år för ”leverans” långt fram i tiden. För det tredje spelar *värdernas storlek* en roll. Livsparande är exempel på en finansiell tjänst som kännetecknas av såväl hög komplexitet, lång placeringstid som stora värden.

En annan aspekt, som också utgör en del av komplexitetsproblemet, är att finansiella tjänster utgör en rörlig materia - räntor och kurser, skatteregler m.m. förändras ständigt, ibland också dramatiskt. Hanteringen av den sortens förändringar utgör oftast en central del av den tjänst kunden köper. Samtidigt försvårar detta för konsumenten att ens i efterhand få veta om produkten varit ”bra” eller ”dålig” och i vad mån detta i så fall varit producentens för-tjänst respektive fel.

*Ökade krav på konsumentskydd*

Behovet av konsumentskydd på det finansiella området har under senare tid visat sig allt starkare. För 20-30 år sedan utnyttjade flertalet s.k. vanliga

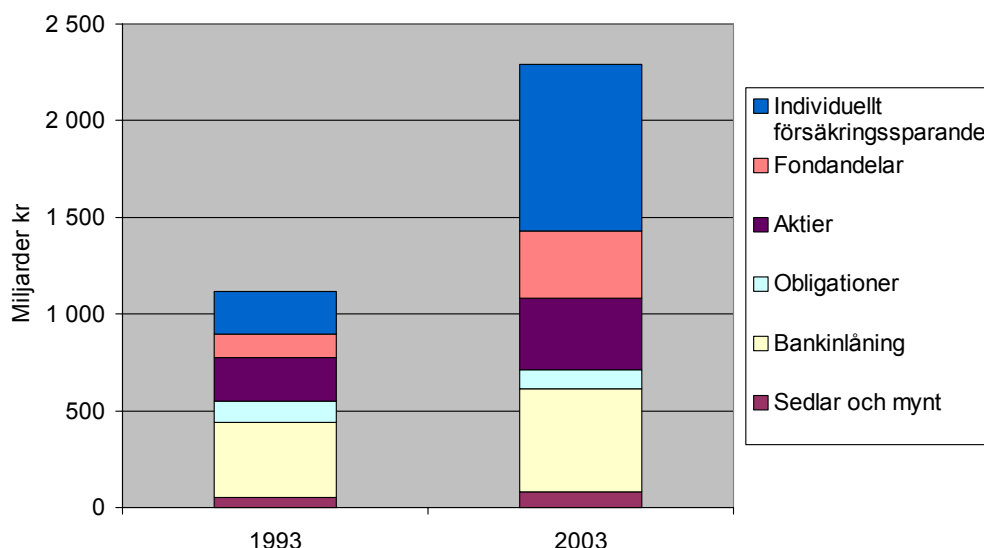
---

<sup>2</sup> Detta handlar förstas inte enbart om den specifikt finansiella regleringen och tillsynen. Exempelvis är konkurrenslagstiftning och – övervakning, som ju berör alla delar av näringslivet, av största vikt för effektiviteten även på det finansiella området.

människor ett ganska litet antal och relativt okomplicerade finansiella tjänster – man hade kanske ett lönekonto, ett sparkonto och försäkring för hem och bil. Den bilden är radikalt annorlunda idag. En ökad efterfrågan och ett växande utbud av finansiella tjänster som i många fall blir mer och mer komplexa, och där riskerna inte alltid är uppenbara för den enskilde, medför att behovet av konsumentskydd ökar.

En viktig drivkraft i utvecklingen av finansiella produkter har varit de förändrade sparbehoven och sparandemönstren. En viktig faktor i det sammanhanget har varit förändringarna i pensionssystemet. Detta har inneburit att aktiesparandet, i dess olika former, blivit en angelägenhet för en överväldigande majoritet av den vuxna befolkningen, från att tidigare ha varit något som bara berört professionella aktörer och en exklusiv krets förmögna privatpersoner.

**Hushållen sparande 1993 och 2003, Miljarder kr**



En annan drivkraft är den förändrade informationsteknologin som har gjort det möjligt för företagen att erbjuda ett bredare produktutbud, som samtidigt blivit enklare att ta del av för kunderna. Andra drivkrafter har varit avreglering och internationalisering. Exempelvis kan svenska konsumenter numera direkt via internet köpa och sälja fondandelar som placerar i marknader över hela världen.

Behovet av konsumentskydd har också blivit tydligare genom att konsumenter på senare år har drabbats av ett antal negativa händelser på de finansiella marknaderna. I Sverige har livbolagskrisen visat på en rad problem när det gäller informationsgivning och transparens. Implosionen av den s.k. börsbubblan under åren 2000-2002 har också uppenbarat en rad fall där konsumenter drabbats inte bara av börsnedgången i sig, utan i många fall också genom inkompetent eller vilseledande placeringsrådgivning. Även internationella händelser har gett ökat fokus på konsumentskydd. Exempelvis var privata sparare i stor utsträckning köpare av obligationer emitterade av det bedrägerianfäktade italienska företaget Parmalat som senare gick i konkurs.

## *Staten och det finansiella konsumentskyddet*

En viktig distinktion när det gäller konsumentskyddet är å ena sidan generella regler och riktlinjer för att skydda konsumenterna som grupp, å andra sidan att på olika sätt bistå enskilda konsumenter när det gäller information, klagomålshantering m.m. *Finansinspektionens* arbete inriktas helt på den förstnämnda aspekten, dvs. att utifrån de rörelse regler m.m. som finns för olika finansiella företag se till att de finansiella företagen iakttar regelverkens bokstav och anda.<sup>3</sup> När det gäller att övervaka och beivra avsteg från generella regelverk men med relevans för konsumenten också på det finansiella området, exempelvis när det gäller vilseledande reklam och marknadsföring eller oskäligen avtalsvillkor, är det *Konsumentverket/KO* som kan ingripa.

Det direkta arbetet gentemot individuella konsumenter och deras ärenden sker i första hand inom ramen för de s.k. *konsumentbyråer* som finns för bank- och värdepappers- respektive försäkringsområdet. Enskilda konsumenters mellanhanden med företagen kan också tas upp av *Allmänna reklamationsnämnden (ARN)* och till rättslig prövning av Konsumentombudsmannen (KO). På senare år har här möjlighet till s.k. grupp talan införts. Även i övrigt har regelverken på många punkter utvecklas för att stärka konsumentens roll, exempelvis när det gäller finansiell rådgivning.

I sitt remissvar på Förtroendekommisionens betänkande har dock FI, liksom Förtroendekommisionen, kunnat konstatera att resurserna för konsumentskydd på det finansiella området är både otillräckliga och präglade av en otydlig ansvarsfördelning mellan olika myndigheter och organ. Detta gäller inte minst stödet till enskilda konsumenter. FI har här föreslagit att de nämnda konsumentbyråerna bör ges betydligt större resurser och få en mer fristående roll än för närvarande. När det gäller FI: s arbete är det naturligt och viktigt att följa utvecklingen på finansområdet och att höja ambitionen när det gäller att fånga upp och analysera dessa frågor ur ett brett konsumentperspektiv.

Konsumentskyddet handlar i grunden om att skydda konsumenten från producentens informationsövertag. Det innebär däremot *inte* att konsumenterna ska skyddas från sig själva. Konsumentskydd skall inte övergå i förmynderi. Hushåll och företag ska inte hindras från att ta finansiella risker, vare sig det handlar om krediter, försäkringar eller placeringar, men ska heller inte skyddas från de förluster som kan uppstå om utvecklingen inte blir som man hoppats. Uppgiften är att se till att konsumenten får ett korrekt bemötande och relevant information så att han eller hon medvetet och utifrån sina egna förutsättningar kan välja vilka risker som ska tas.

## **1.2 Informationsproblemet**

De underliggande problem som marknadstillsynen har att tackla är i stor utsträckning desamma både när det gäller att främja väl fungerande finansmarknader och konsumentskyddet. Framför allt handlar det om dels proble-

---

<sup>3</sup> Noteras bör att en viktig del av konsumentskyddet, nämligen att skydda sparare och försäkringstagares tillgångar mot risken för att de förvaltande företagen hamnar på obestånd, omhändertas av den stabilitetsinriktade finansiella tillsynen, dvs. övervakningen av företagens finansiella styrka och riskhantering, snarare än av marknadstillsynen – jämför figuren sid 7. Båda "grenarna" av den finansiella tillsynen har alltså en konsumentskyddsdimension.

met *med ojämnt fördelad information*, dels *förtroendedimensionen*. Till inte obetydlig del är den senare avhängig den förra.

Både marknadseffektiviteten och konsumentskyddet relaterar till frågan hurvida olika aktörer på marknaden har rimliga möjligheter att få tillgång till korrekt och relevant information. Att det finns ett särskilt sådant behov på finansmarknaden beror på att s.k. *informationsasymmetrier* är vanligt förekommande. Det innebär att olika parter har olika tillgång till information och att den ena parten kan utnyttja ett informationsövertag så att han får en fördel i en affär.

Att alla parter på en marknad ska vara exakt lika informerade eller ha exakt samma förmåga att analysera den information de får är förstås en omöjlighet. Ett visst mått av "asymmetri" är därför naturligt och föga problematiskt. Asymmetrisk information blir dock ett problem om informationsgapen är mycket stora och i någon mening systematiska. Då kan också marknadens prisbildning, likviditet och förtroende skadas. En sådan, närmast konstitutionell informationsasymmetri finns mellan hushåll/konsumenter och de finansiella företagen. Det är bl.a. av det skälet det finns en grundläggande skillnad i skyddsbehov mellan marknader där både konsumenter och företag är aktörer, respektive om det bara är professionella aktörer som verkar på marknaden.

Om den sämre informerade aktören vet, eller tror sig veta, att andra aktörer sitter på och kan utnyttja information han själv inte kan få tillgång till, och inte kan vare sig hindra eller kontrollera detta, finns risken att man undviker att göra affärer och drar sig ur marknaden. Då blir marknaden mindre likvid, kanske också mer volatil, vilket påverkar systemeffektiviteten negativt. Exempel på sådana problem är insiderhandel och om börsmäklare inte erbjuder kunden det bästa priset från orderböcker i aktiehandeln.

En mycket stor del av reglering och tillsyn inom handeln med finansiella instrument handlar om att råda bot på problemen med asymmetrisk information. Insiderreglerna syftar exempelvis till att förhindra att personer med tillgång till hemlig information otillbörligt utnyttjar denna när de handlar. Reglerna om prospekt ska tillförsäkra att det finns korrekt och tillförlitlig information tillgänglig för investerare när ett företag ska emittera aktier eller andra värdepapper. Handelsregler, regler för löpande informationsgivning till marknaden etc. är också av stor betydelse i detta perspektiv.

Traditionellt har marknadstillsynen i stor utsträckning varit fokuserad på värdepappersmarknaderna, särskilt aktiehandeln. Problemen med asymmetrisk information finns emellertid inom alla delar av finanssektorn och tar sig en rad olika uttryck.

### **1.3 Förtroendet**

Den som ska köpa ett kilo potatis kan enkelt och med blotta ögat själv göra en hygglig kvalitetsbedömning. Graden av "förtroende" för den som säljer är inte speciellt relevant. Och skulle potatisen trots allt ändå visa sig ankommen är detta ett misslyckande man kan leva med.

Men köper man en vara eller tjänst som man inte har rimliga förutsättningar att själv bedöma kvaliteten på är problemet ett annat. Det kan gälla köp av en

bil, ett hus eller huruvida man ska genomgå en viss medicinsk behandling. Om det dessutom handlar om saker som har långtgående betydelse för ens ekonomi eller levnadsförhållanden i övrigt är det ännu viktigare att veta vad man ger sig in i. Inför såna beslut försöker naturligtvis de flesta att informera sig efter bästa förmåga. Man kan också förhandla sig till olika former av garantier. På så sätt kan köparens underläge reduceras. Men i grunden kvarstår oftast underläget.

Sist och slutligen blir det därför en fråga om köparen litar på att säljaren eller producenten kan sitt jobb, ger korrekt information och står för sina utfästelser, kort sagt om man har förtroende eller inte.

Många av de tjänster och ekonomiska relationer som finanssektorn erbjuder är just av den karaktären att de förutsätter en hög grad av ömsesidigt förtroende både mellan de olika finansiella aktörerna och mellan de finansiella aktörerna och deras kunder – ofta komplexa produkter och därtill ofta snabbt föränderliga marknader skapar och vidmakthåller informationsunderlägen. I extrema fall kan akuta och djupgående förtroendekriser t.o.m. utgöra ett direkt hot mot de finansiella marknadernas och företagens möjligheter att fungera överhuvudtaget – ett klassiskt exempel är den s.k. bankpaniken, när insättarna förlorar förtroendet för en bank och tar ut sina pengar, vilket sänker banken och därmed, om det är en betydande bank, kan sätta hela banksystemet i gungning.

Förtroende är ett mycket effektivt smörjmedel i marknaderna och om detta saknas eller försvinner stiger friktionen i form av ökade transaktionskostnader. Litar man inte på varandra, så får man försöka säkra sig med mer detaljerade och komplexa avtal, försäkringar etc. Man tvingas göra fler kontroller och uppföljningar. Beslutsprocessen blir mer utdragen och fler aktörer blir involverade. Slutresultatet blir högre kostnader och lägre effektivitet<sup>4</sup>.

Staten kan inte ensam skapa förtroende, varken på den finansiella marknaden eller på andra marknader. Staten kan likafullt på ett avgörande sätt bidra till att förtroende byggs upp och vidmakthålls. Det handlar först och främst om att med *lagar och regler* bekräfta förtroendeskapande normer och beteenden och bestraffa förtroendskadliga sådana. För att fungera måste lagar och regler ha legitimitet och förankring i rättsmedvetandet. Men det krävs också *tillsyn* över att regler följs och regelbrott upptäcks. Sist och slutligen krävs också att det finns *sanktioner* att tillgripa mot den som bryter mot reglerna. Dessa tre komponenter måste vara i balans och på en tillräckligt hög nivå för att få effekt.

Den s.k. förtroendekommissionen, som lanserade detta under benämningen ”förtroendetriangeln”, drog för sin del den allmänna slutsatsen att de svenska regelverk som berör näringslivets och finansmarknadens förhållanden generellt sett håller god standard. Bristerna finns, enligt kommissionen, främst i de två andra ”hörnen”, dvs. när det gäller tillsyn och sanktioner. Det finansiella området är enligt utredningen ett område där tillsynen behöver ökade resurser och där sanktionsmöjligheterna behöver utvecklas och förstärkas.<sup>5</sup> Detta berör i praktiken väsentligen marknadstillsynsområdet.

<sup>4</sup> I kapitel 2 (”Förtroendets värde”) i Förtroendekommissionens betänkande (SOU 2004:47) finns en läsvärd diskussion om det s.k. sociala kapitalets samhällsekonomiska betydelse

<sup>5</sup> SOU 2004:47 ”Näringslivet och förtroendet”, särsk. kapitel 10

Till sist ska dock också noteras att ”förtroende” är en komplex storhet som i vissa lägen kan bli tveeggad. Ett förtroende som inte är välunderbyggt utan mera handlar om godtrogenhet och fromma förhoppningar – eller i värsta fall är en produkt av medveten desinformation – slår förr eller senare över i sin motsats. Då kan både effektiviteten, stabiliteten och konsumentintresset påverkas negativt. Det höga förtroende och stora förtröstan som vederfors aktieplaceringar när den s.k. börsbubblan pumpades upp under slutet av 1990-talet, för att sen vändes i djup misstro är ett exempel. Sett från ett effektivitetsperspektiv kan det tänkas att den, i efterhand uppenbara, felprissättningen av aktier relaterade till branscher som IT och telekom inte bara gav upphov till förluster för aktiespararna utan också ledde till reala felinvesteringar av betydande omfattning.

## **1.4 Finansinspektionen och marknadstillsynen**

### ***1.4.1 Marknadstillsynens komplikationer***

Jämfört med den sen länge väletablerade stabilitetstillsynen är marknadstillsynen en ganska ny verksamhet. Visserligen har de grundläggande elementen en relativt lång tradition att falla tillbaka på, men den starkt och snabbt förändrade verklighet tillsynen har att hantera innebär stora förändringar i tillsynens innehåll och roll. Den ökade betydelse som de finansiella marknaderna har i ekonomin i stort gör tillsynen också alltmer betydelsefull.

När det gäller tillsynen av det finansiella systemets stabilitet finns utvecklade teoretiska tankesamar och handfasta erfarenheter att luta sig mot. Hur marknadsmisslyckandena ser ut och hur statens roll principiellt bör utformas på stabilitetsområdet är numera relativt väl utmejslat och i bred konsensus, både nationellt och internationellt. Marknadstillsynen däremot rör sig i stor utsträckning på oplöjd mark. Det innebär å ena sidan stora och viktiga utmaningar, å andra sidan risker för fel och misstag.

Finansiella tjänster bör produceras och säljas på en marknad som verkar på så normala villkor som möjligt. Företagen ska drivas efter lönsamhetskrav, konkurrera med varandra och ha möjlighet att vara innovativa, på samma sätt som i andra branscher. Därför ska regleringen och tillsynen bedrivas så att marknadsstyrningen av verksamheten inte inskränks mer än absolut nödvändigt. Problemen med asymmetrisk information och marknadsuppförande kräver inte alltid, eller ens oftast, myndighetsingripanden, utan kan ofta lösas direkt på marknaden eller genom att aktörerna själva organiserar och skapar regelverk och strukturer för att bemästra problem – s.k. självreglering. I praktiken handlar det därför om att söka sig fram till en bra mix av offentlig reglering, självreglering och marknadslösningar. Problemet är, föga överraskande, att det är svårt att veta hur den rätta mixen ska se ut. Dessutom är den olika på olika områden och den förändras också över tiden, i takt med att marknaderna förändras. Ett exempel är att den självreglering som traditionellt präglade den svenska värdepappersmarknaden får en annorlunda och generellt sett mer beskuren roll i takt med att de gemensamma EU-regelverken implementeras.

Hur en samhällsekonomiskt optimal reglering av uppförandefrågor, informationsasymmetrier etc. bör se ut är därför föremål för mycket skiftande

punkter och flera av de argument som kan åberopas för eller emot en ökad samhällsaktivitet på marknads tillsynsområdet är omstridda.<sup>6</sup>

Till detta ska läggas en generell restriktion som är relevant för all offentlig reglering av näringslivet, nämligen att problem och ofullkomligheter i marknaderna inte automatiskt innebär att staten bör gripa in. Problemen eller störningarna måste vara så pass betydelsefulla att det är sannolikt att det samhällsekonomiska värdet av ett ingrepp är större än de effektivitetsförluster och andra kostnader som ett ingrepp nästan alltid innebär. Det kan också handla om att väga kortsiktiga vinster mot långsiktiga kostnader, eller vice versa. Allt detta handlar ofta om svåra och intrikata bedömningar.

Men att marknads tillsynen, av de skäl som nämnts, är ett ”svårt” område är å andra sidan inget argument för uppgivenhet eller passivitet, i synnerhet som de problem som ställs på dagordningen kring konsument skydd och marknadseffektivitet växer i betydelse, både för allt fler konsumenter och för samhälls ekonomin som helhet. Det är viktigt att söka sig fram till rimliga avvägningar mellan olika mål, utveckla analysmetoder och utveckla tillsyns arbetet på ett sätt som så precist som möjligt adresserar de relevanta problemen och minimerar ”biverkningarna”. En insikt om uppgifternas komplexitet är en förutsättning för detta.

#### **1.4.2 Nyckelområden och prioriteringar**

Marknads tillsynen omfattar ett mycket stort spektrum av frågor, en rad delmarknader och ett mycket stort antal aktörer. Det är inte möjligt, och knappast ens önskvärt, att utöva en fullständig och likformig tillsyn över allt detta. Även om det i och för sig är lätt att argumentera för ökade resurser till marknads tillsynen, kommer det aldrig att vara möjligt för FI att övervaka allt och alla på de finansiella marknaderna, utan tydliga prioriteringar är och kommer alltid att vara nödvändiga.

Som framgått är det frågor kring informationsgivning och –kvalitet, liksom förtroende aspekterna som genomsyrar marknads tillsynens olika delar. Graden av förtroende är i sin tur till stor del en funktion av information, i dess vida mening. Vidare har vi kunnat konstatera att de stora och genomgående skillnaderna i informationstillgång och – än mer – i förmågan att utnyttja information, finns mellan de finansiella producenterna å ena sidan och konsumenterna å den andra. För att återknyta till det fyrfältsdiagram som redovisades inledningsvis, kan man alltså säga att marknads tillsynens tyngdpunkt naturligt hamnar i rutan överst till höger, dvs. informationen till konsumenten. Om det arbetet blir framgångsrikt innebär det ett positivt bidrag även till marknads tillsynens makrodimension, dvs. målet om väl fungerande marknader. Upplysta konsumenter utgör ett avgörande bidrag till välfungerade marknader.

I det praktiska marknads tillsyns arbetet framstår några huvudområden som särskilt viktiga, och det är på dessa som FI:s arbete för närvarande är fokuserat. Ett sådant är arbetet kring ett antal *EU-direktiv* vilka direkt eller indirekt berör marknads tillsynsområdet och vilka under loppet av de närmaste åren kommer att skapa en delvis ny spelplan för de områden som berörs, både för marknads aktörerna och för tillsynen. Ett annat huvudområde gäller

---

<sup>6</sup> För en fylligare diskussion se exempelvis ”Where to go after the Lamfalussy report” (Förf Jonas Niemeyer) FI 2001:8

problematiken kring *intressekonflikter*, som berör ett flertal finansiella delbranscher och med mycket tydliga kopplingar till konsumentskydds- och förtroendefrågorna, liksom till *informationsgivningen* i bred mening.

Denna rapport kommer fortsättningsvis att något närmare beskriva hur FI: s marknadstillsyn ser på och arbetar med dessa – och vissa andra – frågor, och hur vi avser att arbeta i fortsättningen.



## 2. De nya EU-regelverken

I detta avsnitt redovisas de viktigare EG-direktiv m.m. som berör marknads-tillsynen och som ska omsättas i nationell lagstiftning under de närmaste åren. En sammanställning över nya EG-direktiv och andra förändringar finns i Bilaga 1.<sup>7</sup>

Den reformering och harmonisering av de finansiella regelverken som nu genomförs inom EU handlar i grunden om att främja den ekonomiska tillväxten i EU-området. De europeiska marknaderna för varor och tjänster kännetecknas av många stelheter och trögheter. Detta gäller inte minst för finansiella tjänster. Den demografiska utvecklingen i Europa, med en krympande andel av befolkningen i arbetsför ålder, sätter ytterligare fokus på nödvändigheten att bättre ta tillvara den ekonomiska tillväxtpotential som finns. Det är framför allt mot den bakgrunden som EU:s engagemang ska ses. Även den ökade vikten för konsumentaspekter och konsumentskydd avspeglas tydligt i regelarbetet.

Vikten av att få en bättre integrerad värdepappersmarknad i Europa understryks också av det faktum att EU, stödd på den s.k. Lamfalussy-rapporten, utvecklat ett snabbspår med nya institutionella ramar för beslut om finansiell lagstiftning. EU:s mål är att det samlade paketet av regelreformer för hela det finansiella fältet ska vara fullt genomfört på nationell nivå år 2007.

Med andra ord sker en, med EU-mått mätt, mycket snabb harmonisering och omstöpning av regelverken på det finansiella området. Mot bakgrund av den vällovliga ambitionen att skapa en integrerad europeisk finansmarknad finns goda motiv att skapa enhetliga och tydliga regelverk. Men det finns också risk att omfattande regelverk byggs upp som kan komma att visa sig mindre väl ägnade att främja den ekonomiska tillväxt som ju utgör det yttersta målet för insatserna. Det faktum att reglerna utformas i en förhandlingsprocess och på flera nivåer understryker detta ytterligare.

Erfarenheterna hittills av de regler som redan implementerats har också in- neburit vissa problem, bl.a. beroende på den i många fall höga detaljerings- graden. Ett annat problem är att de nationella implementeringarna i praktiken fått en tämligen skiftande utformning, något som kan förfuska det grundläg- gande syftet med EU-regelverken, nämligen att skapa enhetlighet och trans- parens. Detta har gett ny fart åt debatten hur den europeiska regelharmonise- ringen principiellt bör utformas – vilken harmoniseringsgrad bör eftersträ- vas? Krävs ”federala” organ för regelgivning och övervakning? Denna dis- kussion kommer med all säkerhet att fortsätta.

Därmed är också sagt att det är viktigt att uppmärksamma och hantera även de avigsidor de nya regelverken kan komma att föra med sig. Det är viktigt att utforma den svenska implementeringen av EU- regelverken med detta för ögonen, och att så långt möjligt ta vara på de frihetsgrader som finns, samt- igit som regelverkens syfte bejakas.

---

<sup>7</sup> En mer ingående beskrivning av dessa och av den s.k. finansiella aktionsplan de utgör delar av kan hämtas på [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/index_en.htm).

## 2.1 Direktiv om marknadsmissbruk

<p><b>Antaget av EU: december 2002</b> <b>Direktivet ska vara införlivat: oktober 2004</b> <b>Svensk lag träder ikraft: halvårsskiftet 2005</b></p>
---

### 2.1.1 Direktivet

Genom direktivet införs nya regler för att effektivare motverka olika former av marknadsmissbruk och räckvidden när det gäller insiderbestämmelser vidgas. Följden blir bland annat att ett större antal oönskade marknadsbeteenden än i dag kommer att träffas av regleringen. Vidare får tillsynsmyndigheterna mer långtgående möjligheter att utreda och motverka dessa beteenden. Det är värt att notera att marknadsmissbruk omfattar ett vidare spektrum av beteenden än enbart insiderhandel.

Förbudet mot marknadsmissbruk riktar sig mot såväl fysiska som juridiska personer. Inte bara finansiella företag, utan alla som på något sätt är aktörer på värdepappersmarknaden – exempelvis en utgivare av värdepapper, en enskild person i sin egenskap av köpare eller säljare eller en analytiker – påverkas av det nya direktivet om marknadsmissbruk.

Direktivet innehåller även vissa bestämmelser av preventiv karaktär, baserat på ambitionen om en förbättrad genomlysning, exempelvis krav på ett snabbt offentliggörande av insiderinformation. Medlemsstaterna åläggs att införa vissa sanktioner mot överträdelser av direktivets bestämmelser.

### 2.1.2 FI: s arbete och roll

FI har genom sin tillsyn tillgång till omfattande information om finansiella företag och marknader. En av FI: s centrala tillsynsuppgifter är att sammanställa och analysera denna information. Genom denna analys kan FI upptäcka otillåtna ageranden som kan tyda på olika slag av marknadsmissbruk. Om dessa ageranden verkligen bottnar i marknadsmissbruk är dock inte FI: s uppgift att utreda, utan det är en uppgift för Ekobrottsmyndigheten (EBM). Ett s.k. transaktionsrapporteringssystem (TRS) som åstadkommer en automatisk insamling av information om alla transaktioner på marknaden, kommer framöver att bli ett viktigt verktyg för att fånga upp indikationer på marknadsmissbruk. Detta system bedöms kunna tas i drift under 2006.

FI kommer genom det nya direktivet om marknadsmissbruk att bli s.k. behörig myndighet (*Competent Authority*) med utvidgade tillsyns- och utredningsbefogenheter.

#### Marknadsmissbruk: Tillsynsuppgifter enligt direktivet

- Det straffbara området för insiderbrott och obehörigt röjande utvidgas
- Ett nytt begrepp, otillbörlig marknadspåverkan, införs och omfattar otillåten påverkan på tillgång, efterfrågan eller pris på finansiella instrument.
- Marknadsplatser, värdepappersinstitutet och kreditinstitut ska rapportera till FI om det kan antas att en transaktion utgör otillåten insiderhandel eller otillbörlig marknadspåverkan.

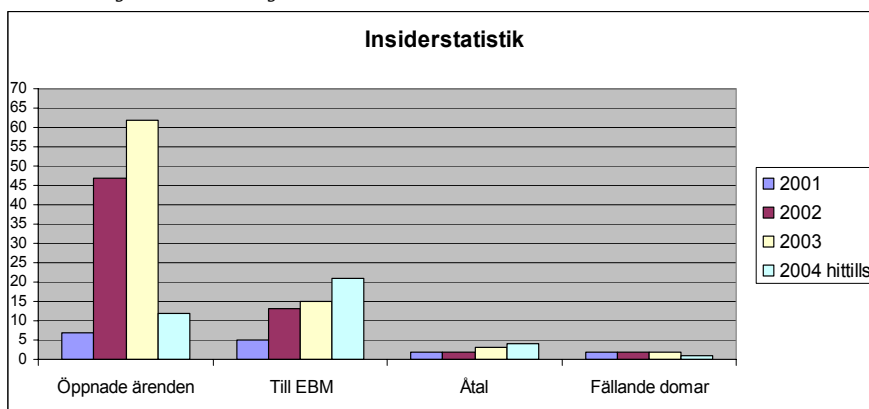
- Finansinspektionen får befogenhet att inhämta uppgifter från vem som helst och ska ansvara för samarbetet med de utländska tillsynsmyndigheterna.
- De noterade bolagen ska offentliggöra insiderinformation så snabbt som möjligt men ges även en möjlighet att under vissa förutsättningar fördröja offentliggörandet.
- Bolagen ska föra förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation (s.k. loggbok) samt informera dessa personer om insiderlagstiftningen och de rättsliga skyldigheter som ett handelsförbud innebär.
- Insynspersonerna ska, som idag, anmäla sina och närstående personers transaktioner till insynsregistret men tidsfristen, fem dagar, räknas från transaktionsdagen.
- Kretsen av närstående personer utvidgas till att också omfatta släktingar till den anmälningsskyldige under förutsättning att denne har delat hushåll med honom eller henne sedan minst ett år.
- För den som tar fram eller sprider finansiella analyser och investeringsrekommendationer till allmänheten innebär det nya marknadsmissbruksdirektivet en rad detaljerade regler. Huvudregeln är att informationen ska presenteras sakligt och intressen eller intressekonflikter ska redovisas.

### 2.1.3 Insiderfrågorna

Den svenska implementeringen av marknadsmissbruksdirektivet, inklusive hur och av vem tillsynen bör bedrivas, har diskuterats i utredningen ”Marknadsmissbruk” (SOU 2004:69) som publicerades sommaren 2004. Utredningen har nyligen remissbehandlats. Ett av förslagen berör hanteringen av insiderfrågorna, där utredningen föreslår att den nuvarande ordningen, där FI uppdragar, analyserar och därefter till EBM överlämnar ärenden om det anses finnas misstanke om insiderbrott, ändras så att utredningsansvaret redan från början ligger på EBM. FI säger i sitt remissvar<sup>8</sup> att man delar utredningens uppfattning, men betonar att detta kräver ett väl fungerande samarbete mellan FI och EBM för att få en ökad effektivitet.

#### Insiderutredningar på FI

Antalet fall av otillbörlig kurspåverkan har sjunkit kraftigt under senare tid. Under 2004 har bara ett ärende öppnats rörande misstänkt otillbörlig kurspåverkan. En förklaring till minskningen är sannolikt att handelsplatserna har skaffat nya övervakningssystem som torde ha en avskräckande effekt och att flera fall av otillbörlig kurspåverkan fällts i domstol. De fällande domarna har i flera fall handlat om beteenden som tidigare varit vanligt förekommande.



Under 2003 öppnades 62 ärenden rörande misstänkta insiderbrott jämfört med 47 året innan. Det bör påpekas att ärenden fram till september 2004 öppnats som insiderärenden.

<sup>8</sup> FI: s remissvar (Dnr 04-4185-001) återfinns på FI: s hemsida, [www.fi.se](http://www.fi.se)

de även om ingen konkret brottsmisstanke funnits eller senare kunnat påvisas. Därför blir relationen öppnade ärenden i förhållande till antalet överlämnade ärenden till Ekobrottsmyndigheten något missvisande. Sedan den 1 september 2004 kan FI välja att öppna ärenden som information från marknaden. Om det efter en inledande granskning beslutas att fortsätta att utreda ärendet startats en insiderutredning.

## 2.2 IAS-förordningen

**IAS-förordningen träder ikraft den 1 januari 2005.  
Förordningen är direkt tillämplig i Sverige**

Från 2005 ska enligt EU-regler alla noterade företag, såväl finansiella som icke-finansiella, i sina koncernredovisningar använda internationella redovisningsregler. IAS-förordningen anger att dessa redovisningsstandarder ska vara av hög kvalitet och internationellt accepterade. De redovisningsregler som EU har valt som standard går under benämningen International Financial Reporting Standards (IFRS) och utvecklas av International Accounting Standards Board (IASB).<sup>9</sup> I Sverige har övergången till IAS/IFRS redan påbörjats genom att denna normgivning har inarbetats i Redovisningsrådets rekommendationer under senare år.

IAS/IFRS är huvudsakligen inriktade på noterade företags koncernredovisning och att tillgodose det behov av information som ägare och andra investerare har. Eftersom IAS/IFRS är internationella regler och saknar koppling till någon särskild ekonomisk eller rättslig miljö, har de i allmänhet utformats utan någon hänsyn till nationell reglering avseende borgenärsskydd, vinstutdelning och beskattning. Regelverket är mer individuellt anpassat och har t.ex. inte någon fast uppställningsform för balans- och resultaträkningen. Vidare kan noteras att IAS/IFRS är mer detaljerade och innehåller fler krav på tilläggsupplysningar än vad den svenska redovisningsslagstiftningen gör. En övergång till IAS/IFRS innebär dessutom att tillgångar och skulder värderas till verkligt värde i större utsträckning än vad som är tillåtet idag. En effekt av detta (till skillnad från värdering till anskaffningsvärde) är att resultaten, allt annat lika, kommer att variera kraftigare över tiden.

Företagens externredovisning visar hur verksamheten utvecklas och gör det möjligt att bedöma företagen för externa intressenter som myndigheter, aktieägare, långivare och media. Sett ur ett marknadseffektivitetsperspektiv är det avgörande att företagens redovisningar ger en rättvisande bild av företaget, rättvisande i den meningen att den ger så bra förutsättningar som möjligt för en extern intressent att värdera företagens ekonomiska styrka, dess risker och potential. Företagens redovisningar måste också ge möjlighet till jämförelser med andra företag, vilket generellt sett främjar förtroendet för finansiell rapportering.

I det första avseendet torde de internationella redovisningsreglerna överlag innebära en förbättring och ge mer aktuell information om företagens finansiella situation. Den antagningsprocess som EU infört innebär dessutom att de redovisningsstandarder som omfattas av IAS-förordningen prövas utifrån

<sup>9</sup> Begreppet IFRS används parallellt med IAS (International Accounting Standards). Skälet är att IASB's föregångare, IASC (International Accounting Standards Committee), omstrukturerades 2001 och då ändrade namn från IASC till IASB. I samband med detta började man kalla reglerna för IFRS istället för IAS. En IAS-regel är således beslutat av IASC, medan IFRS-regler beslutats av IASB. Skillnaden har ingen väsentlig praktisk betydelse, varför Finansinspektionen brukar använda IAS/IFRS som generellt begrepp.

kriterier såsom rättvisande bild och informationskvalitet. Avseende jämförbarhet så innebär IAS-förordningen, ur ett EU-perspektiv, en harmonisering och därigenom ökad jämförbarhet av noterade företags redovisningar. Å andra sidan kan jämförbarheten mellan olika svenska företag komma att försämrats jämfört med idag, eftersom IAS/IFRS ger större utrymme för individuella upplägg och val av värderingsmetod.

Syftet med IAS-förordningen är att förstärka den fria rörligheten för kapital inom EU och skapa förutsättningar för företag att på lika villkor konkurrera om finansiella resurser. För att säkerställa att berörda företag tillämpar IAS-förordningen ändamålsenligt, ska medlemsstaterna införa en efterlevnads-kontroll av IAS/IFRS. Finansinspektionen deltar i arbetet med att samordna denna tillsynsverksamhet genom den Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR), där en gemensam strategi för tillsynen håller på att utvecklas. Det är dock ännu inte beslutat om vem som kommer att ansvara för efterlevnadskontrollen i Sverige.

## 2.3 Direktiv om prospekt

**Antaget av EU: juni 2003**  
**Direktivet ska vara införlivat i Sverige: 1 juli 2005**  
**Svensk lag träder ikraft: 1 juli 2005**

Ett prospekt skall upprättas när värdepapper eller andra finansiella instrument erbjuds till försäljning gentemot allmänheten eller när de handlas på en börs eller annan marknadsplats. Prospektet skall beskriva vem som gett ut värdepapperet och ge investerare tillräcklig information för att kunna bedöma möjlig avkastning och risk.

Syftet med EG-direktivet är att samordna kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt inom EU. De grundläggande motiven bakom detta är att gemensamma prospektregler ska säkerställa ett gott investerarskydd och underlätta kapitalanskaffning över gränserna inom EU.

I Sverige har Prospektutredningen den 1 oktober 2004 (SOU 2004:95) lämnat förslag till hur prospektdirektivet ska genomföras i svensk rätt.

Idag genomförs prospektgranskning i olika delar av både FI och Stockholmsbörsen. FI genomför en grundläggande granskning av prospekt som avser notering av fondpapper eller andra erbjudanden av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets. Granskningen innebär kontroll av att prospektet uppfyller de krav som ställs i lag samt FFFS 1995:21 avseende emissionsprospekt. Stockholmsbörsen gör en mer ingående granskning<sup>10</sup> för de värdepapper som inregistreras<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Börserna granskar idag prospekt som avser emissioner av fondpapper som ska inregistreras. De värdepapper som har granskats enligt reglerna om "official listing" (officiell registrering) i gällande EU-direktiv kallas inregistrerade. Granskningen innebär kontroll av att prospektet uppfyller de krav som ställs i lag samt FFFS 1995:21 och NBK:s regler. Kraven på information enligt föreskriften är högre avseende inregistrerade värdepapper än värdepapper som inte är inregistrerade.

De listor som har inregistrerade papper och alltså uppfyller kraven för "official listing" är A-listan för aktier och även obligationslistorna (samt NGMs officiella lista). När det gäller granskningen inför en registrering eller notering av värdepapper för första gången granskas dels att ett prospekt har upprättats, dels genomgår bolaget en granskning av en granskningsman (som ofta är en revisor). Slutligen kontrolleras att bolaget uppfyller noteringskraven i fråga om ägarspridning, informationsrutiner m.m.

Genom direktivet blir kraven på vilken information prospekten ska innehålla mer omfattande.<sup>12</sup> Det betyder att kraven på prospekt generellt höjs och att informationskraven i praktiken blir desamma oavsett vilken börslista bolagen noteras på. För de företag som omfattas av den mest ingående granskning från Stockholmsbörsens sida torde förändringen i praktiken bli mindre omfattande, eftersom de redan idag omfattas av mer ingående krav än lagen ställer upp. En viktig förändring är dock att FI föreslås bli ansvarig myndighet för granskning och godkännande av alla prospekt, och ansvarig för tillsyn av att regelverket efterlevs. Den självreglering som svensk aktiemarknad kännetecknats av får genom direktivet en mer beskuren roll, något som för övrigt är ett genomgående drag i den europeiska regelharmonisering som pågår på värdepappersområdet.

FI kommer således att få en större roll än tidigare när bolag inregistreras eller noteras på börs. FI:s granskning av prospekt kommer att ske enligt regler som i flera fall är mer långtgående än både nuvarande svenska lagregler och den självreglering som kommit till uttryck i Näringslivets börskommittés (NBK) regler. Eftersom en viktig del av den granskning som utförs av marknadsplatserna idag med anledning av att ett bolag inregistreras eller noteras just består av en granskning av prospekt, innebär genomförandet av direktivet i praktiken att FI i framtiden får en större roll i noteringsprocessen – FI blir de facto en s.k. *listing authority*.

FI anser att det mer omfattande informationskravet medför en kvalitetshöjning av prospekten och granskningen av dessa.<sup>13</sup> FI:s godkännande av prospekt innebär dock *inte* någon kvalitetsstämpel avseende investeringens attraktivitet. Det viktiga med granskningen är att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning av avkastningsmöjligheter och risker, att prospektet inte ska vara otydligt eller ofullständigt, eller innehålla uppenbara felaktigheter. Däremot innehåller granskningen inte någon verifiering av riktigheten i de uppgifter som lämnas. Kontrollen av och ansvaret för detta ligger på bolagets revisorer och styrelse.

Finansinspektionen föreslås få utökade befogenheter vid sin tillsyn av prospektreglerna. Befogenheterna innefattar bättre möjligheter att få tillgång till upplysningar och handlingar samt rätt att utföra inspektioner på plats hos emittenter. Vidare kan Finansinspektionen meddela förbud för ett erbjudande till allmänheten eller handel på en reglerad marknad. Finansinspektionen får också förbjuda annonsering och får också möjlighet att utdöma en särskild avgift, när någon inte följt bestämmelserna om godkännande och offentliggörande av prospekt. Därutöver medför den mer omfattande granskningen sannolikt att FI:s avgifter för prospektgodkännande höjs.

---

<sup>11</sup> Inregistrering innebär att ett värdepapper är "officiellt noterat" enligt redan gällande EU-regler. Värdepapper kan också vara noterade på börser utan att vara inregistrerade, men då är kraven på prospekten inte lika omfattande.

<sup>12</sup> Detaljerade bestämmelser om de uppgifter som ett prospekt skall innehålla finns i kommissionens förordning.(EG) nr 809/2004.

<sup>13</sup> Se FI:s remissvar på SOU 2004:95. Remissvaret återfinns på FI:s hemsida, [www.fi.se](http://www.fi.se)

## 2.4 Direktiv om öppenhetskrav för emittenter

**Antas av EU: december 2004**

**Direktivet ska vara införlivat i Sverige: januari 2007**

**Svensk lag träder ikraft: våren 2007**

Arbete pågår med att ta fram ett nytt direktiv om öppenhetskrav för emittenter. Förslaget innebär skärpta krav inför publicering av årsredovisningar och krav rörande rapportering under året, samt specifika krav på innehållet i dessa rapporter. Det innehåller också förslag till åtgärder för att underlätta investerarens påverkan vid bolagsstämmor och liknande, samt krav på löpande publicering av ägarförändringar. Idag bevakas motsvarande frågor av olika självregleringsorgan som Stockholmsbörsen och NBK.

Direktivet ställer krav på en s.k. lagringsmekanism där information från emittenterna ska finnas tillgänglig för investerarna. I nästa steg ska dessa nationella lagringsmekanismer länkas till ett europeiskt nätverk i syfte att skapa ett europeiskt EDGAR<sup>14</sup>. När det gäller lagring av information är det därför troligt att detta innebär nya regler i Sverige. I övrigt innebär inte direktivet så stora förändringar, eftersom Sverige redan i dag tillämpar högre krav på information från emittenter än vad direktivet kräver. Direktivet innebär också att det kommer att finnas tydligare regler för situationer då undantag mot flaggning medges.

FI arbetar för att det ska finnas utrymme för flera alternativa modeller för att uppfylla kravet på informationsspridning över hela EU, bl.a. för att undvika alltför detaljerad reglering av särskilda ”information providers”

## 2.5 Direktiv om marknader för finansiella instrument

**Antaget av EU: april 2004**

**Direktivet ska vara införlivat i Sverige: 30 april 2006**

**Svensk lag träder ikraft: Mitten av 2006**

Det nya direktivet, det s.k. MiFID, berör en rad förhållanden och aspekter av värdepappershandeln och träffar både marknadsaktörer och marknadsplatser. Jämfört med nu gällande direktiv ökar både omfattningen av de förhållanden som regleras och detaljeringsgraden i regleringen. Direktivet ställer också delvis nya och större krav på tillsynen, bl.a. genom att betona myndighetens kontinuerliga ansvar för att se till att aktörerna uppfyller villkor och regler i direktivet. Det reglerar också områden som i Sverige hittills hanterats genom självreglering, exempelvis avtalsutformning. Bland de nya reglerna kan också nämnas att alla investeringsrådgivare ska auktoriseras. En kontroversiell fråga för Sverige har varit reglerna om internhandeln, dvs. när värdepappersföretaget självt agerar som köpare eller säljare gentemot kunden.

För närvarande pågår ett omfattande arbete inom CESR med närmare tillämpningsföreskrifter till direktivet, där FI är involverat i de olika arbetsgrupperna. Processen att införliva direktivet i svensk lagstiftning har påbör-

<sup>14</sup> Ett amerikanskt system för information från emittenter

jats genom att regeringen tillsatt utredningen om värdepappersmarknadsfrågor.

## 2.6 Direktiv om penningtvätt

**Antaget av EU: december 2001**  
**Direktivet ska vara införlivat i Sverige: juni 2003**  
**Svensk lag träder ikraft: januari 2005**

I Sverige pågår implementeringen av EU: s andra penningtvättsdirektiv och regeringen har genom proposition 2003/04:156 föreslagit ändringar av lagstiftningen mot penningtvätt och vissa följdändringar. Riksdagen har nyligen antagit förslaget. Genom denna lagstiftning kommer nya grupper att omfattas av lagen, bl.a. advokater och andra oberoende jurister, revisorer, skatterådgivare och fastighetsmäklare. Finansinspektionen kommer att utarbeta nya föreskrifter och allmänna råd som beräknas träda i kraft under första kvartalet 2005.

Parallellt med detta pågår ett arbete inom EU med ett tredje penningtvättsdirektiv där FI deltar i en referensgrupp under ledning av Finansdepartementet. Huvudsyftet med detta är att komplettera nuvarande direktiv så att det, i tillämpliga delar, kommer i linje med FATF: s<sup>15</sup> 40 rekommendationer från 2003. Detta innebär bl.a. en utvidgning av penningtvättsdefinitionen till att omfatta fler slag av brott, mer långtgående och detaljerade regler om "customer due diligence" (dvs. att kontrollera och verifiera kundidentitet, inhämta uppgifter om kundens bakgrund samt löpande följa kundrelationen och kundens transaktioner), frågor rörande kontroller utförda av tredje man, tillsynsfrågor, sanktioner m.m. Dessutom föreslås att direktivet även skall omfatta åtgärder mot terroristfinansiering. Även arbetet inom EU med ett nytt övergripande regelverk för betalningar inom den inre marknaden är av intresse i detta sammanhang.

## 2.7 Direktiv om försäkringsförmedling

**Antaget av EU: december 2002**  
**Direktivet ska vara införlivat i Sverige: 14 januari 2005**  
**Svensk lag träder ikraft: 1 april 2005**

Direktivet om försäkringsförmedling syftar till att underlätta verksamhet över gränserna och förbättra skyddet för kunderna. Direktivet föreskriver att alla som enligt direktivet definieras som försäkringsförmedlare ska registreras hos en behörig myndighet. Det finns möjlighet att samarbeta med försäkringsbolag eller annat organ vid registreringen, men att den behöriga myndigheten har ansvaret för tillsynen. Denna kan vara en offentlig myndighet men kan också vara ett annat organ som erkänts i nationell lagstiftning eller som erkänts av en offentlig myndighet med behörighet till detta.

---

<sup>15</sup> FATF står för Financial Action Task Force on Money Laundering och är en internationell aktionsgrupp för åtgärder mot penningtvätt och terroristfinansiering. FATF:s 40 rekommendationer mot penningtvätt och terroristfinansiering räknas som den ledande internationella standarden inom området.



Direktivet omfattar alla slags fysiska och juridiska personer som förmedlar försäkringar, dvs. såväl mäklare som exempelvis ombud – detta till skillnad från den nu gällande lagen (1989:508) om försäkringsmäklare som bara gäller försäkringsmäklare. Vissa ombud är dock undantagna från direktivets tillämpning. Vidare är försäkringsföretag, anställda hos försäkringsföretag, skadereglerare samt personer som inom ramen för en annan yrkesverksamhet i enstaka fall lämnar information om försäkringar undantagna från direktivets tillämpning.

Förslag när det gäller den svenska implementeringen har lagts fram i ”Försäkringsförmedling” (Ds 2004:10). FI har i sitt remissvar<sup>16</sup> på den utredningen i huvudsak anslutit sig till de förslag utredningen lägger. Dock motsätter sig FI förslaget att även fysiska personer som förmedlar försäkringar för en juridisk person ska ha tillstånd från och stå under tillsyn av FI. FI anser också att försäkringsbolagen ska göra inte bara den initiala kontrollen utan också löpande kontrollera sina anknutna försäkringsförmedlares kvalifikationer.

---

<sup>16</sup> FI: s remissvar (Dnr 04-4185-001) återfinns på FI: s hemsida, [www.fi.se](http://www.fi.se)

## 3. Intressekonflikter

### 3.1 Vad är problemet?

Att olika parter på en marknad strävar efter att ta tillvara sina egna intressen och att det ofta leder till konflikter med andras intressen är inte någon sensationell iakttagelse. Olikheter i behov, mål och intressen är ett viktigt skäl till att marknader överhuvudtaget finns och fungerar. Intressekonflikter är med andra ord inte i sig något konstigt eller skadligt. Det finns naturliga och legitima partsförhållanden mellan köpare och säljare, mellan producent och konsument, mellan ett företag och en anställd.

Intressekonflikter blir däremot ett problem i vissa fall. Det gäller dels när någon har flera olika, mer eller mindre motstående intressen att ta tillvara samtidigt, dvs. sitter på flera stolar, dels om intressekonflikten inte är synlig eller inte hanteras på ett genomtänkt och tydligt sätt. Företaget – eller enskilda tjänstemän i företaget – kan ha en dold agenda för att främja sina egna ekonomiska intressen på kundens bekostnad. Ett vanligt exempel är om en tjänsteman som framträder mot kunden som en rådgivare i realiteten främst är en säljare. Ett annat exempel – ökänt från Enron-skandalen – är om ett revisionsföretag uppträder både som revisor och konsult åt samma företag utan klara interna rågångar mellan dessa verksamheter.

Det faktum att vissa finansiella tjänster är komplicerade att bedöma och värdera för lekmannen bidrar till att det är svårare för konsumenten att både inse existensen och följderna av de intressekonflikter som kan uppstå hos de finansiella aktörerna – i det avseendet är intressekonfliktsproblematiken ytterligare en aspekt på konsumentens informationsunderläge.

Vad frågan gäller är alltså om det hos finansföretagen finns strukturer och incitament som gör att kundens intressen på ett otillbörligt sätt åsidosätts. Risken för att sådana situationer uppstår är i sin tur nära kopplat till graden av komplexitet i produkterna och kundens reella möjligheter att kunna utvärdera producentens arbete. Intressekonflikter kan, som nämnts, också finnas mellan den anställda i ett finansiellt företag och hans eller hennes arbetsgivare på ett sätt som både drabbar kunden och företaget.

Risken för att denna typ av intressekonflikter skall uppstå varierar beroende på typ av verksamhet, hur verksamheten är organiserad och hur regler och kontrollsystem är beskaffade. Det kanske mest grundläggande är hur företagskulturen ser ut, dvs. de oskrivna reglerna för vad som anses bra eller dåligt, tillåtet eller otillåtet. Värderingar och normer, ledarskapsstil, ansvarsfördelning och belöningsystem är faktorer som anger tonen i ett företag och påverkar kontrollmiljön och möjligheten att hantera intressekonflikter på ett förtroendeskapande sätt.

### 3.2 Livbolagen

Den svenska livbolagskrisen handlade i betydande grad om intressekonflikter, mest tydligt i samband med de s.k. internaffärer som diskuterats, exempelvis Skandias och Länsförsäkringars försäljning av sina kapitalförvaltning-

ar till externa parter. Den misstänksamhet och brist på förtroende som följt i spåren finns fortfarande kvar.

Det privata försäkringssparandet fick ett starkt uppsving under 1990-talet. En orsak var att bolagen fick större frihet att placera tillgångar, en annan var den demografiska utvecklingen i kombination med oro kring de offentliga pensionerna och deras framtida värde, en tredje var börsuppgången. Till detta kan läggas den skattemässiga fördelen av pensionssparande. Detta bidrog till att en säljkultur med den höga avkastningen och den förmånliga skattebehandlingen som huvudargument växte fram i branschen. Det individuella försäkringssparandet är idag den största enskilda sparformen i Sverige. I september 2004 svarade detta för cirka 900 miljarder kronor, eller 37 procent av hushållens totala finansiella sparande. I andelstermer handlar det grovt taget om en fördubbling på tio år.

För livförsäkringsbolag finns två mer specifika källor till intressekonflikter. Den ena gäller den associationsrättsliga form som huvuddelen av livförsäkringsverksamhet bedrivs inom, den andra gäller de intressekonflikter som kan uppstå mellan olika kategorier av försäkringstagare när det gäller fördelningen av de över- respektive underskott som uppstår över tiden.

De grundläggande associationsrättsliga reglerna på området, främst då modellen med ömsesidigt verkande bolag inom ramen för en vinstdrivande koncern, har skapat uppenbara risker för intressekonflikter. Modellen innebär i korthet att ett livförsäkringsbolag som drivs enligt s.k. ömsesidiga principer, dvs. som en form av kooperativ i försäkringstagarnas intresse, inte får lämna vinst till sitt moderbolag. Därmed finns incitament för moderbolaget att tjäna pengar på bolaget på något annat, mindre transparent sätt, exempelvis genom att köpa och sälja tjänster och/eller tillgångar mellan moderbolag och livbolag på icke-marknadsmässiga villkor. Finansinspektionen har kunnat konstatera<sup>17</sup> att genomgående bristfälliga rutiner och dålig genomlysning präglat hanteringen av sådana s.k. internaffärer i livbolagen.

I och med att de yttre villkoren för livförsäkringsverksamheten försämrades blev denna problematik uppenbarad för en bredare allmänhet. Finansinspektionen diskuterade i rapporten *"Intressekonflikter i Livbolagen"*<sup>18</sup> en del av dessa frågor och föreslog ett antal åtgärder för att – inom ramen för nuvarande regelverk – begränsa och bättre kontrollera dessa intressekonflikter. Bland annat föreslog FI att minst hälften av ledamöterna i ett livbolags styrelse skall vara oberoende gentemot moderbolaget, att livbolagens styrelser skall bli skyldiga att fastställa riktlinjer för hur intressekonflikter skall hanteras, att FI:s sanktionsmöjligheter skall ökas, och att Allmänna Reklamationsnämnden åter skall kunna pröva livförsäkringsärenden. Regeringen har sedan dess – med verkan från halvårsskiftet 2004<sup>19</sup> – genomfört ett antal åtgärder i linje med dessa förslag. Därutöver har regeringen tillsatt en utredning med uppgift att göra en omfattande översyn av den associationsrättsliga lagstiftningen på försäkringsområdet. Utredningen skall avrapportera i augusti 2005.

Under de år när börsvärdena snabbt och stadigt växte fick livbolagskunderna löpande rapporter om den höga avkastningen och den snabba ökning av pen-

<sup>17</sup> Finansinspektionen, (2004:2), Internaffärer i nio livbolag

<sup>18</sup> Finansinspektionen, (2003:2), Intressekonflikter i Livbolagen

<sup>19</sup> Prop. 2003/04:109, Förstärkt skydd för försäkringstagare i livförsäkringsbolag

sionskapitalet som skett. Vad livbolagen inte lika tydligt förklarade var att avkastningen också kan bli negativ och att det betyder att förmögenheten minskar. Skillnaden mellan den avkastning som bolagen garanterar och vad som i gynnsamma fall tillkommer därutöver var också otydlig för många kunder.

När de negativa resultaten kom, och blev ihållande, blev försäkringstagarnas kollektiva förmögenhet därmed lägre än man tidigare haft och räknat med. Eftersom de årliga utbetalningarna från ett livbolag normalt är ganska små i förhållande till den samlade förmögenhet som finns i bolagen, valde livbolagen att avvakta utvecklingen och fortsätta att fördela överskott på samma sätt som tidigare. Men med en så djup och långvarig nedgång blev detta ohållbart. Om återbäringen inte anpassas kommer de försäkringstagare som börjat lyfta sin försäkring att få ”för mycket”, på bekostnad av dem som sparar och skall börja lyfta sin pension senare.<sup>20</sup> Problemet ligger alltså i rättvisan mellan olika grupper av försäkringstagare.

För att begränsa denna typ av intressekonflikt har Finansinspektionen föreskrivit en tidsgräns på högst 36 månader för hur länge livbolag får avvika från sin målsatta nivå för den s.k. kollektiva konsolideringen<sup>21</sup>. Flera bolag har därför tvingats genomföra nedsättningar av utfästelserna.

I ett ömsesidigt bolag finns ingen annan än försäkringstagarna själva som kan ta förlusterna och fördela dem mellan sig. Olika gruppers intressen ställs då mot varandra. Denna intressekonflikt blev inte blivit mindre komplicerad av att bolagen i sin informationsgivning inte förberett sina kunder på den risken. Många kunder uppfattade inte, och hade ofta inte heller inte reella möjligheter att uppfatta, skillnaden mellan garanterade och icke-garanterade åtaganden och att den icke-garanterade delen kan både öka och minska.

FI kommer inom ramen för marknadstillsynen att verka för att informationen blir tydligare och mer lättåtkomlig för konsumenten när man köper en pensionsförsäkring. Det ska bl.a. tydligt framgå vilka kostnader som tas ut av försäkringsförmedlare för förmedlingen. Informationen på de årliga värdebeskeden måste också bli tydligare. Informationen på bolagens hemsidor kan också förbättras. Detta är särskilt viktigt eftersom turbulensen i krisens spår har medfört att pensionspararna numera oftare än tidigare vill ändra sina val.

#### **Förbättrad information om internaffärer och om ersättningar**

Under våren 2004 har Finansinspektionen (FI) i samråd med försäkringsbranschen utvecklat en god standard i fråga om internaffärer i koncerner som innehåller ömsesidiga livbolag. Som en del av detta arbete föreslås att ömsesidigt bedrivna livförsäkringsföretag ska lämna utökade tilläggsupplysningar i årsredovisningen om transaktioner med moderföretag, dotterföretag och andra närstående. Syftet är att förbättra genomlysningen av livförsäkringsföretagens internaffärer. Förslaget innebär att företagen ska

<sup>20</sup> Även det omvända problemet kan givetvis uppstå – om återbäringen är för låg missgynnas de som vid tillfället lyfter pensionen.

<sup>21</sup> Den kollektiva konsolideringen uttrycker förhållandet mellan marknadsvärdet på bolagets tillgångar och summan av de utfästelser (garanterade och icke-garanterade) man gjort till försäkringstagarna. Om marknadsvärdet är lägre är den kollektiva konsolideringen negativ, dvs. man lovar då mer än man långsiktigt kan hålla, givet den aktuella marknadssituationen. För att återställa en kollektiv konsolidering som blivit för låg måste man normalt sänka sin utfästelse för den del av återbäringen som är icke-garanterad. Detta brukar kallas ”momentan reallokering”, och har under 2003 genomförts i ett antal livbolag.

lämna grundläggande information om närstående i enlighet med den internationella redovisningsstandarden IAS 24 Upplýsingar om närstående. Därutöver ska specificerade upplýsingar lämnas om befintliga avtal med närstående och andra företag i en koncernliknande struktur, bl.a. om värde och prissättning. Instruktioner och rutiner för att ingå och följa upp sådana avtal ska också beskrivas. Förslaget träffar livförsäkringsaktiebolag som inte får dela ut vinst, ömsesidiga försäkringsbolag och understödsföreningar.

FI har också under 2004 infört nya regler som innebär att löner och förmåner till styrelse och ledning i försäkringsbolag ska redovisas. Därmed ökar allmänhetens insyn även i försäkringsbolag som inte är börsnoterade. Behovet av bättre insyn i försäkringsbolagens belöningsystem ligger bakom FI:s krav på nya och förbättrade tilläggsupplýsingar i årsredovisningen. Ändringarna ligger i linje med Näringslivets Börskommittés rekommendation om ledande befattningshavares förmåner från 2002.

### 3.3 Fondbolagen

#### 3.3.1 *Brister har konstaterats*

Verksamheten i ett fondbolag och i ett livbolag är i vissa avseenden likartad, låt vara att konsumentens informationsunderläge generellt sett är mindre i ett fondbolag.<sup>22</sup> På samma sätt som ägarna till ett livbolag har ägarna till ett fondbolag en kompletterande intäktsmöjlighet genom att bedriva koncerninterna affärer, där tjänster inom koncernen säljs till fondbolaget. En hantering där andra intressen än andelsägarnas är vägledande, skulle kunna leda till att fonden, och därmed andelsägaren, belastas av ökade kostnader och därmed får en lägre avkastning. FI genomförde under våren 2004 en undersökning av intressekonflikter i fondbolag. Syftet var att kartlägga och analysera de intressekonflikter som kan förekomma i fondbolag, och hur fondbolagen hanterar dem.

Undersökningen<sup>23</sup> identifierade ett antal intressekonflikter som enligt FI:s uppfattning hanterades bristfälligt. Bland annat uppvisade några av fondbolagen brister i hur de säkerställde hanteringen av intressekonflikter vid handel med värdepapper för fondernas räkning. Det fanns också exempel på fondbolag där den verkställande direktören hade anställningar eller uppdrag som kunde innebära intressekonflikter. I rapporten presenterade FI ett antal förslag på åtgärder för att fondbolagen ska komma tillrätta med bristerna, bland annat att de ska ha en dokumenterad process för val av mäklare vid handel med värdepapper som löpande följs upp av bland annat styrelsen.<sup>24</sup> FI kommer löpande att följa utvecklingen och att fondbolagen vidtar åtgärder mot bakgrund av fondbolagets specifika verksamhet och organisation.

Mot bakgrund av att styrelsen har en central funktion i att hantera intressekonflikter och säkerställa att andelsägarnas intressen tillvaratas har FI påbörjat en utredning om styrelsesammansättningen i fondbolag. Vidare planerar FI att utreda en eventuell reglering när det gäller informationen om hur bonusprogram är beskaffade för förvaltare, analytiker och ledande befattningshavare i fondbolag. Syftet är att andelsägarna ska få möjlighet att informera sig om i vilken utsträckning deras intressen sammanfaller med dem som förvaltar deras kapital.

<sup>22</sup> Exempelvis är det lättare att jämföra avkastning och risk mellan olika fondbolag än mellan livbolag

<sup>23</sup> FI:s rapport "Intressekonflikter i fondbolag", 2004:8. Finns att tillgå på [www.fi.se](http://www.fi.se).

<sup>24</sup> För vidare information om resultaten av undersökningen se rapport 2004:8.

Mot bakgrund av bl.a. FI: s rapport har Fondbolagens förening under hösten tagit fram en så kallad kod för fondbolag. I koden, som ska börja gälla från den 1 januari 2005, har föreningen utformat riktlinjer bl.a. när det gäller information om ersättning. FI kommer att granska innebörden av koden och de åtgärder fondbolagen kan komma att vidta med anledning av denna.

FI kommer att fortsätta granskningen av intressekonflikter även inom andra områden. Under år 2005 kommer FI att genomföra fördjupade undersökningar av hur fondbolagen efterlever regler för anställdas egna och närståendes affärer. Att dessa regler efterlevs är viktigt för att upprätthålla förtroendet för fondmarknaden. Likaså är det viktigt att fondbolagen hanterar ägarfrågor på ett tillfredsställande sätt, eftersom fondbolagets ägare kan ha intressen som inte sammanfaller med fondandelsägarnas. Detta kan ta sig uttryck i att ägarna använder sig av fondernas tillgångar för att stärka en maktposition.

Ett område som den senaste tiden har fått internationell uppmärksamhet, särskilt i USA, är den konflikt som kan uppstå i samband med försäljning av fondandelar. Fondbolag kan välja vilken mäklare som ska genomföra värdepappersaffärerna för fondernas räkning och använda courtaget som ersättning till mäklaren för att underlätta försäljningen av deras fonder. Denna form av "soft commission" har visat sig vara vanligt förekommande i USA och är ett område FI kommer att undersöka närmare framöver.<sup>25</sup>

### 3.3.2 *Sen handel och "market timing" i fondbolag*

Under hösten 2003 uppdagades omfattande missförhållanden i ett stort antal amerikanska fondbolag. Fondbolagen hade tillåtit vissa kunder att handla med fondandelar efter stängning, det vill säga till känd kurs, samt att genomföra korttidshandel. Dessa företeelser har kommit att benämnas "sen handel" och "market timing".<sup>26</sup> Genom detta kunde felprissättningar i fondandelskurserna utnyttjas vilket har varit till nackdel för de långsiktiga fondandelsägarna till följd av en utspädning av fondförmögenheten. Företeelserna ledde till en intensiv förtroendebatt om fondbranschen i allmänhet och de inblandade fondbolagen i synnerhet. Ett stort antal fondbolag stämades och för närvarande uppskattas det att amerikanska fondbolag har deltagit i uppgörelser för ett värde motsvarande tre miljarder dollar.<sup>27</sup>

#### *Tillsynsaktiviteter nationellt och internationellt*

FI genomförde i början av 2004 en undersökning för att granska om "sen handel" och "market timing" förekom i svenska fondbolag och i så fall hur fondbolagen säkerställde att detta inte var till nackdel för kollektivet av fondandelsägare. Undersökningen resulterade i slutsatsen att FI *inte* funnit något som tyder på att kunder tillåts handla till känd kurs. Däremot kunde FI inte helt utesluta att "market timing" förekommer. Med anledning av detta föreslog FI ett antal åtgärder, bland annat att fondbolagen skulle se över och åtgärda strukturen för bryt- och värderingstidpunkter samt ha rutiner för händelser där marknadsvärdering inte går att genomföra - exempelvis när den underliggande marknaden är stängd på grund av helgdag.

<sup>25</sup> Se FI: s rapport 2004:8 för vidare beskrivning av "soft commission".

<sup>26</sup> För definition och ytterligare beskrivning se FI: s rapport "Sen fondhandel och market timing", 2004:3. Finns att tillgå på [www.fi.se](http://www.fi.se).

<sup>27</sup> NY Times, 26 aug. 2004.

Undersökningar avseende ”sen handel” och ”market timing” har under det gångna året även genomförts av flera andra tillsynsmyndigheter i Europa. Undersökningarna har gett bilden att de europeiska fondbolagen inte har haft de omfattande problem som kännetecknat många amerikanska fondbolag. I Storbritannien kunde tillsynsmyndigheten, FSA, inte bevisa att handel efter stängning ägt rum. Däremot fann de vissa bevis på att ”market timing” skett. FSA ansåg dock inte att det väsentligt hade skadat de långsiktiga fondandelsägarna<sup>28</sup>. Ett land som däremot har signalerat vissa problem är Holland. Tillsynsmyndigheten i landet, AFM, publicerade under våren en generell rapport av resultaten från de undersökningar de genomfört<sup>29</sup>. Medan de inte hade några indikationer på att fondandelsägarna hade drabbats i den utsträckning som de gjort i USA, fann de att viss ”sen handel” skett i en eller flera fonder i mindre omfattning.

#### *Efterföljande granskning och vidtagna åtgärder*

Sedan FI publicerade rapporten i mars 2004 har platsundersökningar genomförts på ett antal fondbolag, bland annat i syfte att ta stickprovskontroller för att säkerställa att ”sen handel” och ”market timing” inte förekommer. Vid dessa platsundersökningar togs stickprov av så kallade fondandelsfonder<sup>30</sup> i syfte att kontrollera att handeln i fondbolagets egna fonder skedde på ett tillfredsställande sätt så att fondbolaget för dessa fonders räkning inte handlade på andra villkor än övriga fondandelsägare. Viss resultatbearbetning återstår men FI har hittills inte funnit något som tyder på väsentliga brister.

I september genomförde FI även en undersökning hos ett antal fondbolag i syfte att följa upp de åtgärder som fondbolagen vidtagit eller planerar att vidta med anledning av det som FI kommunicerade i sin rapport. Samtliga fondbolag som deltog i undersökningen har vidtagit eller planerar att vidta en eller flera åtgärder. Några exempel är:

- Ändring av bryttidpunkter<sup>31</sup>; främst för Japan- och Asienfonder då bryttidpunkten flyttats fram till på morgonen svensk tid.
- Ändrade rutiner för fondbyten så att köp och inlösen inte genomförs samma dag.
- Möjlighet att stänga fonder för handel där underliggande marknad är stängd, exempelvis på grund av helgdag.
- Bevakning av större fondaffärer för att kontrollera eventuell ”market timing”.

FI kommer framöver att fortsätta följa och kontrollera utvecklingen inom området och att fondbolagen vidtar relevanta åtgärder.

### **3.4 Intressekonflikter inom bankerna?**

En universalbank inrymmer flera potentiella risker när det gäller intressekonflikter, eftersom man samtidigt kan inta flera roller på finansmarknaden; som kreditgivare, kapitalförvaltare, arrangör av extern finansiering till företag etc. Olika delar av en bank kan utnyttja information på ett sådant sätt att deras

<sup>28</sup> FSA ”Statement on market timing”, 18 mars 2004. [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

<sup>29</sup> AFM ”Monitoring collective investment schemes”, april 2004. [www.autoriteit-fm.nl/corporate/](http://www.autoriteit-fm.nl/corporate/)

<sup>30</sup> Eller s.k. fond-i-fond. Avser fonder som endast placerar i andra fonder.

<sup>31</sup> Avser det klockslag som reglerar till vilken dags kurs som köp eller inlösen ska genomföras till.

kunder eller motparter missgynnas i vissa affärstransaktioner. Ett exempel på en möjlig konflikt är att banken hjälper en kund med betalningsproblem att emittera aktier, för att på så sätt bli av med kreditrisker. Ett annat är att banken ger förmånliga lånevillkor till kunder som tecknar sig för värdepappers-emissioner som banken garanterar.

Finansinspektionen arrangerade i augusti 2004 tillsammans med Svenska Fondhandlareföreningen och Svenska Bankföreningen ett seminarium om intressekonflikter mellan traditionell affärsbankrörelse och s.k. investment banking.

I USA har dessa intressekonflikter varit uppmärksammade sedan kraschen på Wall Street 1933 vilken resulterade i den s.k. Glass-Steagall Act. Den förbjuder banker att bedriva commercial banking och investment banking i samma företag. I Sverige har dessa frågor inte alls uppmärksammats. Svenska banker har traditionellt varit s.k. universalbanker som varit involverade i såväl traditionell bankverksamhet som värdepappersverksamhet. Syftet med seminariet var att tillsammans med branschen diskutera dessa intressekonflikter och i vilken utsträckning dessa konflikter hanterades på ett tillfredsställande sätt.

Under seminariet konstaterades att den svenska finansiella sektorn varit relativt förskonad från problem relaterade till dessa typer av intressekonflikter. Flera möjliga förklaringar framhölls. Ett var att svensk affärskultur är mindre aggressiv än den amerikanska och att vinstmöjligheterna av ett oetiskt beteende i dessa avseenden inte varit så stor i Sverige. Ett skäl är att den svenska marknadens litenhet gör att individer som missköter sig och får ett negativt anseende kan få svårt att få nya uppdrag eller anställningar. Svenska universalbanker är också stora, välrenommerade institutioner, som har mycket att förlora i anseende om de skulle exploatera dessa intressekonflikter för ett kortsiktigt vinstintresse. Vidare har den starka svenska banksekretessen medfört att information från kreditgivningen varit främmande att överföra utanför den innerst berörda kretsen. Affärsstrukturen i Sverige, med färre garanterade emissioner, kan också ha bidragit.

Under seminariet konstaterades också att avsaknaden på uppmärksammade händelser inte betydde att intressekonflikter inte fanns, eller inte behövde hanteras. Fokus på intressekonflikter har lett till att både marknadsaktörer och tillsynsmyndigheter i såväl USA som Europa, alltmer har börjat formalisera och ta fram kontrollmekanismer för hanteringen av intressekonflikter även inom detta område. En gemensam oro fanns hos både marknadsaktörer och myndigheter att en internationell standard för hanteringen som byggde på amerikansk, detaljerad regleringstradition skulle kunna bli oundviklig att införa. Det negativa är att detaljerade regler ofta kan kringgås, samtidigt som de är kostsamma att hantera, varför mer principbaserade regler borde eftersträvas.

Huruvida de aktuella intressekonflikterna är eller kan bli problematiska handlar i stor utsträckning om hur bolagsstyrningen (*corporate governance*) fungerar. Även om företagen kan ha incitament att exploatera dessa intressekonflikter, finns också tydliga incitament att avstå eftersom deras rykte skulle riskera att skadas allvarligt, vilket skulle innebära stora kostnader. Det blir därför viktigt att *individer* i företagen inte gynnas av att exploatera konflikterna. Att företagen har starka incitament att hantera konflikterna talar för att



branschen i stor utsträckning bör kunna hantera problemen utan myndighetsingripanden. Därmed blir det viktigt att företagen också kan visa kunder och marknad att man faktiskt kan hantera intressekonflikterna.

### 3.5 Värdepappersföretagens kundorderhantering

FI har undersökt värdepappersföretagens kundorderhantering. En allmän slutsats FI har dragit är att kunderna generellt får för dålig information om hur handeln går till. Kunden vet ofta inte vilka alternativ som finns när ett värdepappersföretag utför en order.

Undersökningen visade också att värdepappersföretagens uppföljning av att kunden fått det bästa alternativet bör förbättras. En sådan kontroll och uppföljning är särskilt viktig när ordern utförs internt i företaget istället för på en marknadsplats. Vid intern handel kan företaget ha ett eget intresse som inte alltid är detsamma som kundens – med andra ord finns en intressekonflikt. Inom EU utvecklas nu regler om hur företagen ska kontrollera att en kunds order utförs på bästa möjliga sätt. Dessa regler ska införas i svensk lagstiftning genom implementeringen av EU-direktiv (MiFID).

Vid avslut mot eget lager uppkommer en intressekonflikt mellan företagets eget intresse av att göra vinst och skyldigheten att tillvarata kundens intresse av bästa möjliga orderutförande. FI:s granskning visar följande:

- Företagen har manualer för mäklarna som talar om vilka interna regler som gäller vid internhandel.
- I vissa företag är orderhanteringen uppbyggd på så sätt att kunden uppmanas att limitera sina order.
- Företagens avsikt är att tiden ska bli så kort som möjligt från att kunden lämnat uppdraget till att ordern finns i handelssystemet.
- De större företagen har skiljt på mäklarrollerna så att en mäklare antingen har kundkontakt, utför order eller handlar för företagets räkning.

För interna avslut har dessutom marknadsplatserna regler som anger att avslutskursen måste ligga inom aktuellt kursintervall, även om undantag från det kravet finns för större affärer. Det är i de flesta fall den orderutförande mäklarens uppgift att kontrollera detta. Kontrollen sker manuellt genom att mäklaren tittar i orderboken innan matchning.

FI avser att under 2005 komma med föreskrifter om att kunderna ska få bättre information om hur en order kan utföras. De nya reglerna kommer bland annat att omfatta följande informationskrav:

- Beskriva hur en order kan utföras, exempelvis när en order utförs utanför börs eller annan marknadsplats.
- Förklara när affären sker i kommission respektive mot eget lager.
- Redovisa faktorer som beaktas vid olika typer av order och orderutförande, som pris och tid.
- Förklara processer vid orderförmedling

### 3.6 Intressekonflikter hos analytiker

Inte minst i USA har analytikernas roll i ett intressekonfliktperspektiv fått stor uppmärksamhet, något som bl.a. kommit till uttryck i de s.k. *Spitzer rules*, som blivit normgivande på den amerikanska värdepappersmarknaden. I Sverige har FI genom ett allmänt råd om hantering av intressekonflikter som berör analytiker vid värdepappersinstitut (FFFS 2004:14), infört motsvarande regler.

Det allmänna rådet trädde i kraft den 1 november 2004, och bygger på de principer för hantering av intressekonflikter som också antagits av IOSCO, den internationella samarbetsorganisationen för värdepapperstillsynsmyndigheter. Av det allmänna rådet framgår att varje värdepappersinstitut skall ha riktlinjer som förhindrar att analyser och rekommendationer påverkas av analytikers handel för egen räkning eller ekonomiska intressen. Vidare skall riktlinjerna förhindra att analyser och rekommendationer påverkas av institutets värdepappershandel och andra ekonomiska intressen hos institutet eller av institutets affärsförbindelser med analyserade bolag. Därutöver finns regler om rapporteringsgång och ersättning till analytiker, institutets ansvar, påverkan från utomstående, integritet och etiskt uppträdande samt information och utbildning om intressekonflikter.

Finansinspektionen vill med detta verka för att instituten på ett tillfredsställande sätt hanterar intressekonflikter som berör de egna analytikerna. Detta bidrar till att skydda investerarna och till att säkerställa att värdepappersmarknaden är rättvis, effektiv och genomlyst. En god hantering av intressekonflikter ger också instituten möjlighet att fånga upp problem på området, åtgärda dessa samt att vidta förebyggande åtgärder.

### 3.7 Rådgivarföreskriften och tillsynen

Den svenska allmänhetens sparande har gradvis förskjutits från traditionellt banksparande till olika slag av finansiella produkter som fonder och pensionsförsäkringar. Det har medfört att de flesta konsumenterna kommer i kontakt med finansiell rådgivning i någon form. I flera uppmärksammade fall har den rådgivning som lämnats inte levt upp till rimliga kvalitetskrav och lett till oväntade ekonomiska förluster för konsumenten.

Finansiell rådgivning medför ofta intressekonflikter såtillvida att gränslinjen mellan rådgivning och försäljning är oklar. Kunden har inte alltid klart för sig att rådgivaren inte är oberoende och objektiv, utan också har ett försäljningsintresse. Ett annat generellt problem har varit att konsumenten haft svårt att bevisa vad som sagts vid rådgivningstillfället när en tvist uppstått, eftersom dokumentationskrav saknats.

För att förstärka konsumentens ställning har därför en lag om finansiell rådgivning införts från den 1 juli 2004. I lagen ställs långtgående krav:

- Ett kompetenskrav har införts för finansiella rådgivare.
- Rådgivningen ska dokumenteras och lämnas ut till konsumenten.
- Rådgivaren ska vara skyldig att följa god rådgivningssed och ska anpassa rådgivningen till den enskilda konsumentens förutsättningar och behov.

- En skadeståndsskyldighet införs för den rådgivare som agerar vårdslöst.

För att komplettera lagens bestämmelser har Finansinspektionen gett ut föreskrifter (FFFS 2004:4) som närmare anger bl.a. vilken kompetens en rådgivare ska ha, hur dokumentationen ska utföras och vilka undantag som får göras från att lämna ut dokumentationen till konsumenten.

#### *Hur påverkas konsumenten av de nya reglerna?*

Genom kravet på dokumentation kommer konsumenten vid en tvist lättare kunna bevisa sin sak eftersom inte enbart muntlig bevisning kommer att finnas. Konsumenten kommer att kunna visa vilka råd som han fått och vad rådgivaren tagit reda på om hans bakgrund och behov. En annan konsekvens är att kravet på rådgivarnas kompetens kommer att höjas. Det minskar risken för att konsumenten får olämpliga råd till följd av att rådgivaren helt enkelt har otillräckliga sakkunskaper.

Men det har också hävdats att de nya reglerna är administrativt betungande för företagen och kommer att medföra att kostnaderna för rådgivning avsevärt fördyras. Rådgivning skulle riskera att bli en exklusiv tjänst, som bara kommer att erbjudas kapitalstarka konsumenter. Reglerna skulle då paradoxalt nog kunna medföra att de kapitalsvagaste och kanske mest behövande konsumenterna inte längre skulle få någon rådgivning om finansiella produkter. Detta är risker som måste beaktas och Finansinspektionen kommer därför att följa hur tillämpningen av de nya reglerna utvecklas och ta initiativ till ändringar i regelverken om det behövs.

#### *Hur ska Finansinspektionen bedriva sin tillsyn?*

En positiv förväntan har byggts upp på vad de nya reglerna om rådgivning och Finansinspektionens tillsyn kan åstadkomma för konsumentskyddet. Men det kan också finnas en risk att konsumenten därmed tror att de nya reglerna kommer att utgöra någon slags garanti mot förluster i finansiella placeringar, eller att förluster alltid kan kompenseras genom att kunder kan begära skadestånd för vårdslös rådgivning. Så är givetvis inte fallet, och råd som i efterhand visar sig ”dåliga” genom att priset på produkten förändrats behöver inte betyda att rådgivaren varit vårdslös i sin rådgivning.

Finansinspektionens uppgift i detta sammanhang – liksom när det gäller konsumentskydd generellt – är *inte* att driva enskilda konsumenters ärenden, utan att övervaka hur företagen hanterar dessa frågor på ett övergripande plan. Det stora antalet företag som berörs gör att alla företag inte kommer att kunna granskas genom undersökningar på plats. Finansinspektionen kommer därför att lägga upp en flerårig tillsynsplan, som omfattar samtliga företagsgrupper som omfattas av rådgivningsreglerna. Tillsynen kommer i ett första steg att baseras på enkäter. Undersökningarna kommer att kompletteras med stickprovsmässiga undersökningar på plats. Granskningarna kommer att inledas under andra halvåret 2005 och kommer att inriktas på hur styrelse och ledning uppfyller de nya reglerna. Bland annat är följande frågor viktiga att få svar på:

- Har företaget identifierat var i organisationen rådgivning förekommer?
- Har företaget kartlagt vilka personer i företaget som lämnar råd?

- Vilken kompetens har rådgivarna?
- Hur uppfyller företaget dokumentationskravet?

Fokus för undersökningarna kommer i första hand att riktas på att företagen har rutiner som uppfyller regelkraven och att inga allvarliga systemfel är inbyggda i processerna.

## 4. Andra frågor för marknadstillsynen

### 4.1 Den finansiella elmarknaden

Den direkta handeln med el övervakas självfallet inte av Finansinspektionen. Den handel med bland annat vissa derivatinstrument som sker med el som underliggande tillgång, utgör däremot en handel med finansiella instrument. En marknadsplats för handeln med dessa instrument finns inom ramen för NordPool, den nordiska marknadsplatsen för el och el-derivat.<sup>32</sup> Handeln med elrelaterade finansiella instrument träffas av samma lagstiftning som gäller för aktiemarknaden. Som exempel kan nämnas att insiderstrafflagen också är tillämplig i denna handel. Därmed blir den också föremål för finansiell tillsyn, och tillståndsplikt gäller för den som vill erbjuda olika finansiella tjänster med dessa instrument.

#### *Effektiv marknad?*

Den övervägande delen av den svenska elproduktionen är koncentrerad till ett fåtal producenter som står för cirka 90 procent av landets elproduktion. Samtliga dessa elproducenter agerar, i någon form, även på marknaden för el-derivat. Att ett fåtal dominerande elproducenter agerar på elderivatmarknaden, där spotmarknadens systempris<sup>33</sup> utgör en underliggande referens för terminspriserna, kan utgöra en fara för effektiviteten om inte situationen hanteras rätt. Även om handeln i stor utsträckning sker med NordPool som prisreferens påverkar detta genomlysningen av marknaden vilket i sin tur kan påverka marknadens effektivitet.

Blotta misstanken om ett informationsövertag där parter har olika tillgång till information kan påverka effektiviteten genom att den sämre informerade parten kan välja att inte delta i handeln. För att undvika den typen av informationsasymmetrier och intressekonflikter ställs på andra delar av värdepappersmarknaden krav på s.k. kinesiska murar mellan exempelvis corporate-finance verksamhet och värdepappersrörelse inom en bank. Något motsvarande saknas inom denna verksamhet, trots att behovet i princip är detsamma.

En bättre genomlysning krävs för att prispåverkande faktorer ska kunna identifieras och att informationshanteringen och informationsflödet kring dessa faktorer fungerar. En effektiv finansiell marknad kräver således genomlysning även av det ”underliggande” produktionsledet, av samma skäl som en fungerade aktiemarknad kräver grundlig och frekvent information om utvecklingen i de noterade företagen.

Handeln med el-derivat sker idag främst genom kraft- och råvarubolag. För att delta i handeln krävs, som vid annan värdepappershandel, Finansinspektionens tillstånd för den som yrkesmässigt tillhandahåller sådana tjänster. Alla traditionella värdepappersinstitut är potentiella aktörer även på denna marknad. När det gäller handeln med el-certifikat kan dock även aktörer som inte står under FI: s tillsyn, t.ex. produktionsbolag, köpa och sälja tilldelade

<sup>32</sup> Noteras ska dock att det också sker en betydande bilateral handel direkt mellan aktörerna

<sup>33</sup> Systempriset är ett jämviktspris för den nordiska elmarknaden som räknas fram av NordPool under antagande om att det inte finns kapacitetsbegränsningar i nätet.

elcertifikat. Handeln med el-certifikat är således inte i det avseendet konkurrensneutral vilket påverkar genomlysningen och kan motverka en effektiv prisbildning.

#### *Vad gör Finansinspektionen?*

El-marknaden skiljer sig på flera sätt från aktiemarknaden, men särskilt tydligt blir det i konsumentförhållandet. El-relaterade finansiella instrument innehåller av och handlas uteslutande mellan professionella aktörer. I detta fall finns alltså inte något konsumentskyddsintresse att tillvarata för den finansiella tillsynen. Däremot finns givetvis ett ”icke-finansiellt” konsumentintresse i så måtto att marknaden för el-derivat utövar inflytande över det elpris konsumenten betalar.

Med andra ord är detta en fråga som helt rör marknadseffektiviteten. FI avser att under vinterhalvåret genomföra en riktad tillsynsinsats mot kraft- och råvarubolag som bedriver värdepappersrörelse i syfte att primärt granska verksamheter som har bäring på marknadseffektivitet och förtroende, t.ex. intressekonflikter. Det handlar också om att få ett bättre underlag att utforma en mer utvecklad tillsynsplan avseende elmarknaden och dess aktörer.

EU-kommissionens direktiv (MiFID), som ska vara införlivat i svensk rätt senast den 30 april 2006, innehåller regler för värdepappersföretag och reglerade marknader. Här anges att företag med annan huvudsaklig verksamhet än värdepappersrörelse undantas från direktivet även om de erbjuder värdepappersstjänster som rör råvaruderivat till kunderna. Detta undantag träffar sannolikt flertalet av aktörerna på den finansiella elmarknaden idag. Det innebär att FI kommer att ha tillsyn över handeln med dessa instrument enligt marknadsmissbruksdirektivet men inte över de företag som står för huvuddelen av handeln. Visserligen finns det alltid utrymme för nationell lagstiftning på området, men det finns ingen möjlighet att skapa ett harmoniserat europeiskt regelverk när det gäller tillsynen av aktörerna.

## **4.2 Hedgefonder**

Under året har FI ökat genomlysningen av så kallade hedgefonder. Från och med rapporteringen för det tredje kvartalet 2004 publiceras samtliga fonders innehav kvartalsvis på FI: s hemsida.

---

### **Vad är hedgefonder?**

Det finns ingen legal eller allmänt vedertagen definition av hedgefonder. Hedgefonder kännetecknas dock som regel av att de strävar efter en positiv avkastning oberoende av marknadsutvecklingen, de har s.k. absoluta avkastningsmål, till skillnad från vanliga värdepappersfonder som oftast jämför sig mot ett marknadsindex. Hedgefonder följer således inte den generella marknadsutvecklingen, vilket kan innebära att hedgefonder får en högre avkastning än vanliga värdepappersfonder vid exempelvis en börsnedgång, men en lägre avkastning vid en börsuppgång. Hedgefonder har friare placeringsregler än vanliga fonder och kan i stor omfattning använda sig av bl.a. derivat, belåning och blankning (försäljning av aktier som fonden inte äger) för att uppnå avkastningsmålen. Normalt kännetecknas hedgefonder av att de har prestationsrelaterade avgifter, d.v.s. avgift betalas i relation till hur avkastningen i fonden har utvecklats, ofta i jämförelse med en riskfri ränta.

Tidigare publicerades inte vissa hedgefonders innehav på FI: s hemsida. Vid sekretessprövningen av innehaven ska bedömas om det är till skada att upp-

gifterna offentliggörs. Tidigare har FI bedömt att det kunde vara till skada om hedgefondernas innehav offentliggjordes, bl.a. genom att deras strategier inte skulle kunna genomföras vid total öppenhet. Genom utvecklingen i branschen får nu många tekniker och strategier anses vara mer allmänt spridda. Därtill kommer att den ökade omfattningen av investeringar i hedgefonder medför ett ökat behov av öppenhet. Sammantaget har detta medfört att FI nu inte anser att en hedgefonds hela innehav bör skyddas av sekretess. Däremot kan naturligtvis vissa enskilda innehav och positioner vara av sådan karaktär att det skulle leda till skada för fonden att uppgifterna offentliggörs. FI gör därför en sekretessprövning av den enskilda fondens innehav vid varje publiceringstillfälle.

Syftet med publiceringen är att ge samtliga fondandelsägare och intresserade investerare samma information. En väl genomlyst fondmarknad är en av grundpelarna i fondregleringen och stärker såväl konsumentskyddet som allmänhetens förtroende för fondmarknaden. Detta är ett steg på vägen, men det är också nödvändigt att på sikt utveckla bättre och tydligare riskmått för denna typ av placeringar.

Hedgefondsmarknaden har växt kraftigt de senaste åren både internationellt och i Sverige. I och med de kraftiga börsfallen i början av 2000-talet ökade intresset för produkter som kunde leverera en positiv avkastning oavsett marknadsutveckling. Kapitalet i europeiska hedgefonder hade vid halvårsskiftet 2004 passerat 1600 miljarder kronor.<sup>34</sup> I takt med att antalet fonder, förvaltat kapital och marknadsandelar växt har hedgefonder gått från att vara en produkt för ett fåtal välbeställda privatpersoner till att också omfatta institutioner och en vidare allmänhet. Marknadsutvidgningen har bland annat underlättats dels av att den lägsta kapitalinsats som krävs för köp av andelar i hedgefonderna generellt har sjunkit, dels genom tillväxten av så kallade fondandelsfonder<sup>35</sup>.

FI kommer att i den löpande tillsynen fortsätta att följa utvecklingen på hedgefondsmarknaden och se till att fondbolagen efterlever de lagar och regleringar som satts upp för att skydda fondandelsägarna. Exempelvis kommer FI att genom stickprov kontrollera hur hedgefonder efterlever fondernas placeringsbestämmelser inklusive uppsatta riskbegränsningar. Normalt granskas fondernas innehav sista dagen i varje kvartal. Kommande granskning syftar till att även kontrollera placeringsefterlevnaden *mellan* kvartalsskiftena. Denna typ av granskning har redan genomförts för traditionella värdepappersfonder.

### 4.3 Aktieindexobligationer

Sparandet i aktieindexobligationer ökar kraftigt. Avkastningsprofilen, med en begränsad förlustrisk i kombination med en potentiellt hög avkastning, tilltalar många sparare. Produkten har därför en naturlig plats på marknaden. Men produktens komplexitet och den begränsade informationen gör det dock svårt att veta vad man köper. Skillnaden i avkastningsprofil – risk och förväntad avkastning – är stor mellan olika erbjudanden. Möjligheten till en hög avkastning är i många fall låg utifrån en analys av historiska kursrörelser, i motsats till vad försäljningsmaterialet antyder. Trots en högre risk är den förväntade avkastningen, på basis av historisk kursutveckling, i vissa fall

---

<sup>34</sup> Eurohedge.

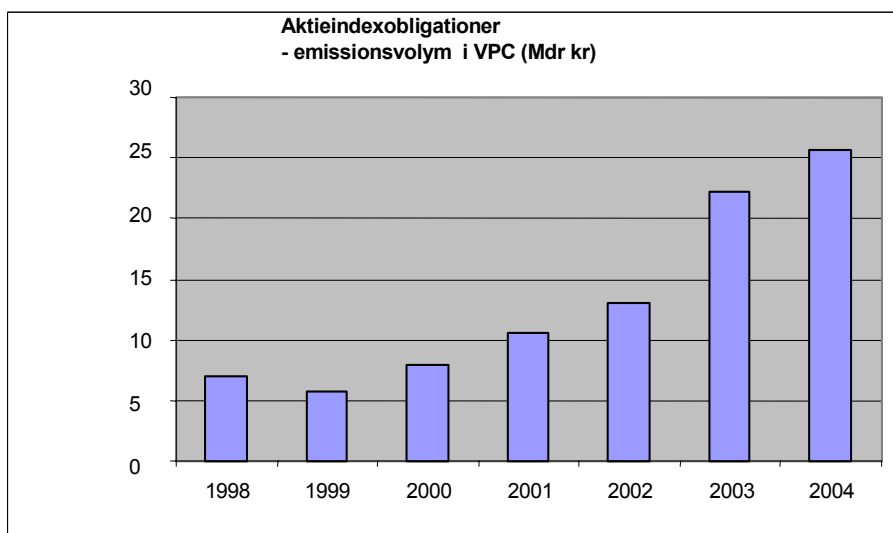
<sup>35</sup> Kallas även fond-i-fond, och avser fonder som placerar i andra fonder.

lägre än vad man kan få på riskfria sparkonton med samma löptid. Finansinspektionen kommer under vintern 2004-2005 att närmare undersöka om den information som ges vid försäljning av aktieindexobligationer är tillräcklig eller om den kan förbättras för att underlätta spararnas placeringsbeslut.

#### *Vad är aktieindexobligationer?*

Aktieindexobligationer är obligationer där avkastningen är beroende av utvecklingen på aktiemarknaden. Det finns även andra former av indexobligationer där avkastningen beräknas utifrån utvecklingen på andra delar av de finansiella marknaderna, som t.ex. obligations- eller valutamarknaden. Obligationernas nominella belopp är däremot fast och ska återbetalas. Aktieindexobligationen har således en begränsad förlustrisk – givet att utgivaren kan återbetala det nominella beloppet – men en varierande uppsida.

Sparande i aktieindexobligationer ökar kraftigt. Den utestående volymen av aktieindexobligationer den 31 december 2003 var 57 miljarder kronor. Under förra året emitterades aktieindexobligationer för 22 miljarder kronor i Sverige. Den siffran kan komma att nästintill fördubblas 2004. I den idag tillgängliga statistiken går det inte att urskilja hur stor del av aktieindexobligationerna som ägs av hushåll och hur stor del som ägs av företag och institutionella placerare. Troligen äger hushållen en inte obetydlig del av aktieindexobligationerna. Några siffror för de andra formerna av indexobligationer finns ännu inte tillgängligt.



Källa: VPC

#### *Svårt för spararna att veta vad de köper*

För att spararna ska kunna välja den sparform som bäst passar de egna önskemålen om risk och förväntad avkastning är det nödvändigt att det går att bilda sig en uppfattning om dessa två variabler.

Vid sparande på sparkonton är detta lätt. Avkastningen är bestämd på förhand och risken är obefintlig i samtliga banker tack vare den statliga insättningsgarantin. Det enda som spararen behöver göra är att jämföra den ränta som bankerna erbjuder.



Vid sparande i t.ex. aktiefonder finns ett tydligt inslag av risk och därmed en mer osäker avkastning. De engagerade spararna kan dock bilda sig en uppfattning om den förväntade risken och avkastningen hos olika fondalternativ genom att jämföra historisk avkastning och risk i olika kategorier av fonder. Dessutom går det att jämföra en fonds historiska prestation mot andra fonder med samma placeringsinriktning. Fonderna redovisar också ofta riskjusterade avkastningsmått, som t.ex. sharpe-kvoten,<sup>36</sup> och historisk volatilitet, vilket de något mer avancerade spararna kan tolka. En engagerad sparare kan således både bilda sig en uppfattning om potentiell risk och avkastning, och om fondens prestation i förhållande till liknande fonder.

Vid sparande i aktieindexobligationer är det svårare för spararen att skapa sig en bild av den förväntade risken och avkastningen. Som regel redovisas ingen historisk avkastning, eftersom indexobligation primärt säljs i samband med emission och konstrueras på ett sådant sätt att nya emissioner ofta inte är jämförbara med äldre. Beräkningen av avkastning skiljer sig dessutom åt mellan aktieindexobligationer, vilket medför att det är svårt att jämföra olika erbjudanden med varandra. Beräkningen av avkastningen är också sådan att det kan vara svårt för spararen att bilda sig en uppfattning om avkastningens storlek, t.ex. utifrån antaganden om börskursernas framtida utveckling. Givet den begränsade informationen i försäljningsmaterialet som de potentiella spararna får för att överbrygga det här informationsproblemet, har även en engagerad sparare svårt att på ett enkelt sätt bilda sig en uppfattning om potentiell risk och avkastning och att jämföra olika erbjudanden med varandra.

Utöver att spararen får problem att fatta välgrundade sparbeslut till följd av den bristande genomlysningen av avkastning och risk, finns också en risk för att konkurrensen i prissättningen av obligationerna blir lidande. Bankerna skulle i så fall kunna göra övervinster på produkterna, i meningen vinster över en nivå som skulle vara möjlig vid en fungerande konkurrens. Om det var möjligt för spararna att på ett enklare sätt jämföra de olika erbjudandena mot varandra skulle troligen konkurrensen öka och den erbjudna avkastningen förbättras i förhållande till risknivån. Det är dock viktigt att notera att det inte finns konkreta bevis för att bankerna gör övervinster, i nämnd mening, på aktieindexobligationer.

Oavsett om bankerna gör övervinster eller ej, är det önskvärt och viktigt att spararna kan skapa sig en bild av vilken risk och förväntad avkastning olika aktieindexobligationer innebär. Detta för att möjliggöra en jämförelse mellan olika erbjudanden och andra sparformer, vilket är en grundförutsättning för ett bra och initierat val av sparande.

#### *Alternativ för att öka jämförbarheten och transparensen*

Det finns ett antal åtgärder som skulle kunna vidtas för att ge spararna bättre underlag för sina placeringsbeslut. Nedan redovisas tre sådana.

- *Sluta använda komplexa beräkningsgrunder*

---

<sup>36</sup> Sharpe-kvoten är den avkastning som fonden genererat utöver riskfria räntan dividerat med standardavvikelsen, vilket kan ses som ett mått på hur mycket avkastning fonden har gett i förhållande till den risk som den tog för att uppnå den.

De krångliga och icke-intuitiva beräkningsformlerna för avkastningen som används i vissa obligationer är en av de främsta orsakerna till att aktieindexobligationer är svåranalyserade för spararna. En väg att komma till rätta med det problemet är att bankerna slutar använda komplexa konstruktioner av aktieindexobligationer. Detta skulle dock kunna medföra att produkter som potentiellt har en efterfrågan försvinner från marknaden. Å andra sidan skulle det underlätta förståelsen av avkastningen och jämförbarheten mellan olika aktieindexobligationer, vilket skulle underlätta mer initierade sparbeslut.

- *Prisredovisning.*

Bankerna skulle kunna redovisa sin kostnad för aktieindexobligationen, dvs. i princip vad en korg av obligationer och optioner med samma avkastnings- och riskprofil kostar att köpa på marknaden. Detta är en metod som används i Norge och som flera svenska banker har sagt att de ska börja tillämpa även i Sverige. Spararen kan med metoden jämföra vilket pris utöver marknadspris som banken tar ut för att paketera och tillhandahålla aktieindexobligationen. Denna lösning bör, om den resulterar i önskad genomlysning av prisstrukturen, kunna öka priskonkurrensen på marknaden. En sådan redovisning skapar dock inte ökad transparens kring förväntad risk och avkastning. Detta problem kvarstår således.

- *Redovisa historisk avkastning.*

En tredje väg är att bankerna presenterar den historiska sannolikheten för olika avkastning, t.ex. utifrån de senaste 15 årens kursrörelser i underliggande index. Historisk avkastning är inte nödvändigtvis en bra indikation på framtida avkastning, men en dylik presentation skapar dock en bild av potentiell risk och avkastning (se exempel i rutan nedan).

Sammantaget ser Finansinspektionen att det finns svårigheter för spararna att bilda sig en uppfattning om framtida avkastning och risk. Hur stort detta problem är och vad det kan kräva av åtgärder från FI är något som FI avser att undersöka närmare under vintern 2004-2005.

#### Hur historiska data kan underlätta jämförelser av aktieindexobligationer

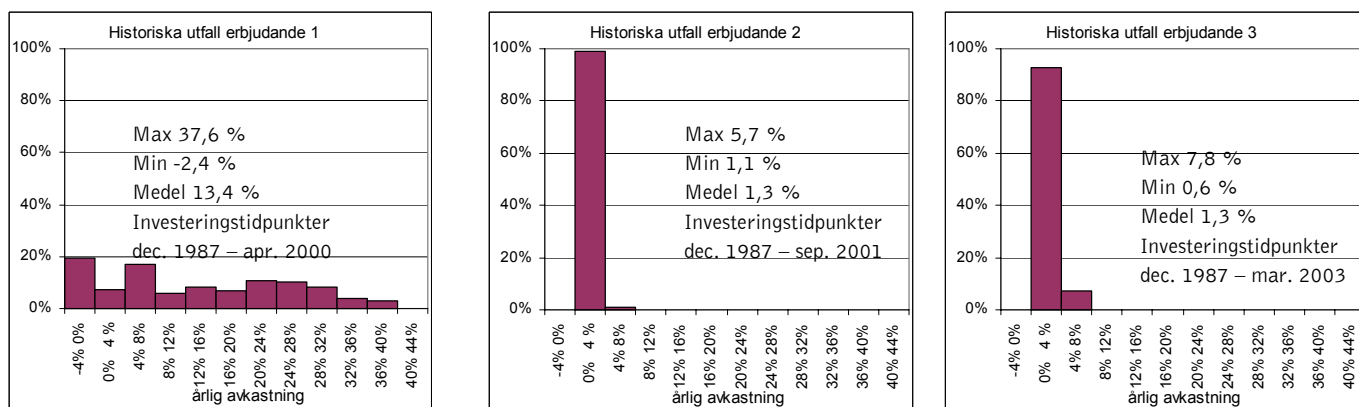
För normalspararen är det troligen svårt att skapa sig en bild av hur förväntad avkastning och risk ser ut i följande tre erbjudanden.

Erbjudande	Minimum p.a. avkastning (efter courtage)	Löptid (månader)	Återbetalt belopp (max av a och b)
1	-2,4 %	Ca 54	A Satsat belopp x 0,891 B (Satsat belopp x 0,891) x [1+(1,28 x % ökning OMX)]
2	1,1 %	Ca 37	A Satsat belopp x 0,985 x 1,05 B (Satsat belopp x 0,985) x [140 % - (summa procentuell nedgång Stoxx 50 de månader indexet går ner)]
3	0,6 %	Ca 18	A Satsat belopp x 0,990 x 1,02 B (Satsat belopp x 0,990) x [120 % - (summa procentuell nedgång OMX de månader OMX går ner)]

Riktigt så här tydligt framställs inte erbjudandena i produktbladen, t.ex. presenteras minimum avkastningen ackumulerad för hela perioden (i erbjudande 2 återges även den årliga effektiva räntan) och före courtage. I erbjudande 2 anges att hela nominella beloppet garanteras, dock köps det till en överkurs på 10 % osv.

Vid en första anblick ser man att erbjudande 1 och 3 båda baseras på utvecklingen av OMX, medan erbjudande 2 baseras på utvecklingen i ett europeiskt index (Stoxx 50). I erbjudande 1 är avkastningen utöver minimum-avkastningen linjärt beroende av utvecklingen i underliggande index. Tror man att aktiemarknaden ska gå upp, men vill begränsa sin risk är detta troligen ett erbjudande att titta närmare på. I erbjudande 2 och 3 är den maximala avkastningen bestämd på förhand (beskrivs i produktbladen som upp till 40 respektive 20 procents avkastning). Denna avkastning minskar sedan de månader som det underliggande indexet utvecklas negativt. De som har en förväntan om att aktiemarknaden ska utvecklas stabilt, dvs. med få och små nedgångar i index ska titta närmare på de här aktieindexobligationerna.

En möjlighet att jämföra de olika erbjudandena och skapa sig en uppfattning om förväntad risk och avkastning är att beräkna den avkastning som motsvarande investeringar skulle ha gett om de gjorts vid tidigare tidpunkter. Resultatet av en sådan analys framgår i graferna nedan, där produkterna köpts den första handelsdagen varje månad från och med december 1987. En sådan analys förutsätter dock tillgång till finansiella data, förmåga att arbeta i kalkylprogram och viss kännedom om finansiell matematik, vilket inte är rimliga krav att ställa på konsumenter som vill spara i dylika produkter.



Historisk avkastning är inte nödvändigtvis en bra skattning av framtida avkastning, men ger en bild över hur avkastningen kan komma att variera. Diagrammen visar att erbjudande 2 och 3 är erbjudanden med förhållandevis låg risk, med en begränsad nedsida men även en begränsad uppsida. Det framgår också att erbjudande 3 som har den kortaste bindningstiden, erbjuder en lägre lägsta avkastning (vilket inte en historisk analys behövs för att se) än erbjudande 2 och en något högre förväntad uppsida än erbjudande 2. Det framgår också tydligt att erbjudande 1 innebär en högre risk (mätt som möjlig spridning i avkastningen) men också en högre potentiell avkastning än de andra två.<sup>37</sup>

#### 4.4 Från konto till konto

Sedan 1999 gäller vissa i lag stadgade regler vid betalningsöverföringar inom EES.<sup>38</sup> Bland annat åläggs banker och andra betalningsförmedlare att lämna information till kunden. Från juli 2002 gäller dessutom begränsningar för uttag av avgifter vid gränsöverskridande betalningar i euro eller SEK

<sup>37</sup> Samtidigt kan spararen jämföra erbjudandena med att spara i t.ex. Riksgälden där de kan få en ränta på ca 2,3 % om de binder sparandet i två år. Medelavkastningen i såväl erbjudande 2 som 3 var 1,3 % med bindningstid 37 respektive 18 månader. Eftersom aktieindexobligationerna är mer riskfyllda än ett sparkonto – till följd av att avkastningen kan bli såväl högre som lägre än förväntat – borde de på en fungerande marknad erbjuda en högre förväntad avkastning än ett sparkonto med samma bindningstid. I räkneexemplet ovan är dock den förväntade avkastningen beräknad utifrån historiska data, vilket inte nödvändigtvis är det samma som förväntan utifrån rådande marknadsförhållanden.

<sup>38</sup> Lag (1999:268) om betalningsöverföringar inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet.

inom EU.<sup>39</sup> Finansinspektionen började år 2002 en granskning av bankernas betalningsöverföringar och har sedan dess presenterat fem rapporter i en serie som kallats Från Konto till konto. I den senaste rapporten (2003:4) konstaterades att det fortfarande fanns brister i bankernas informationsgivning och FI utlovade att vidta vissa åtgärder för att komma tillrätta med dessa brister.

Våren 2004 fick FI ett nytt uppdrag av regeringen. Uppdraget bestod i att genom empirisk undersökning granska svenska bankers uttag av avgifter av kund i samband med kortbetalningar och automatuttag inom EES-området. FI skulle lämna rapport till regeringen i november 2004. I uppdraget låg också att redogöra för vilka åtgärder som vidtagits mot svenska banker med anledning av den bristande informationsgivningen och om möjligt skulle även resultatet av dessa åtgärder redovisas.

Under sommaren och början av hösten 2004 genomförde FI:s personal ett flertal kortköp och uttag i länder inom EES-området. FI genomförde också ett antal betalningsöverföringar till utlandet från vissa kontor tillhörande de fyra storbankerna i syfte att praktiskt kontrollera bankernas informationsgivning till konsumenten vid gränsöverskridande betalningar. Bankerna fick också besvara en enkät om vilka åtgärder som vidtagits mot bakgrund av FI:s tidigare kritik. Den 16 november lämnade FI sin rapport till regeringen.

FI kunde sammanfattningsvis konstatera att bankerna följer reglerna om uttag av avgifter vid kortköp och uttag inom EES, samt att informationen vid betalningsöverföringar avsevärt förbättrats sedan FI:s förra undersökning. FI anser dock att bankerna borde kunna bli tydligare när det gäller information om kostnaden för en betalningsöverföring. Sedan föregående rapport har bankerna redovisat vilka åtgärder de vidtagit för att förbättra informationen till kunderna vid en gränsöverskridande betalning. FI:s kontroller visar att Handelsbanken och SEB ännu inte hade uppfyllt lagens krav på att kunderna ska informeras skriftligen om kostnaden för en betalningsöverföring. Mot bakgrund av att FI redan tidigare kritiserat bankerna för detta aktualiserades frågan om att vidta sanktioner enligt de nya möjligheter som lagstiftningen ger FI sedan halvårsskiftet. FI:s styrelse beslutade den 15 november om en straffavgift på en miljon kronor vardera för Handelsbanken och SEB. Bankerna har redovisat för FI att de snarast kommer att vidta åtgärder.

Om betalningsöverföringen i övrigt informerar samtliga banker numera enligt lagens krav. Bankernas information vid korttransaktioner om växlingsavgift och växelkurs har också generellt förbättrats. Samtliga banker, förutom Föreningssparbanken, kommer under året att ha infört information i kontoutdrag eller motsvarande material om hur stor växlingskursen blev efter ett automatuttag eller kortköp. Detta är dock inte ett lagkrav utan en rekommendation från FI.

Däremot ska kunderna enligt lagen informeras om eventuella avgifter för att växla valuta. Föreningssparbanken och SEB uppger att informationen kommer att införas under året. Övriga banker har redan infört informationen. Skyldigheten att informera om växlingsavgift infördes 2001. FI kommer att följa upp åtgärderna genom kontroller efter årsskiftet.

---

<sup>39</sup> Europaparlamentets och Rådets förordning nr 2560/2001 av den 19 december 2001 om gränsöverskridande betalningar i euro, samt lag (2002:598) om avgift för vissa gränsöverskridande betalningar.

## BILAGA 1

## Nya och kommande EU-regler

EG-direktiv etc.	Införlivas senast	Ändringar i svenska regler (EG-förordning, lag, prop., FI, rek, etc.)
<b>Redovisning, IAS</b>		
"IAS-förordningen" EG nr 1606/2002	1 januari 2005 (direkt tillämplig)	IAS-utredningen har lämnat förslag på hur nationella valmöjligheter ska praktiseras i Sverige. Beslutas i höst.
Direktiv 2001/65/EG om värdering av finansiella instrument till verkligt värde ("fair value direktivet")		Svensk lag har trätt ikraft 1 januari 2004 (för finansiella företag tvingande från 1 januari 2006) FI redovisningsföreskrifter ändrade, bl.a. för att inte strida mot den nya lagstiftningen, med samma ikraftträdande som lagstiftningen.
"Moderniseringsdirektivet" 2003/51/EG om ändring av redovisningsdirektiven 78/660/EEG, 83/349/EEG, 86/635/EEG och 91/647/EEG		SOU 2003:71 Internationell redovisning i svenska företag a) Prop. 2003/04:157 Nya bestämmelser om revisionsberättelsens utformning b) Prop. 2004/05:24 Internationell redovisning i svenska (ikraftträdande 2005-01-01) c) PM Nya regler om förvaltningsberättelsens innehåll Proposition november 2004 Ikraftträdande 2005-04-01 Föreskriftsarbete pågår samtidigt med lagstiftning med ikraftträdande den 1 januari 2005.
<b>Marknadsmisbruk</b>		
Direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (i kraft april 2003)	12 oktober 2004 L 096, 12/04/2003	Utredning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (SOU 2004:69) Proposition mars 2005 Ikraftträdande 2005-07-01
Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan	12 oktober 2004	Se ovan.
Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppges intressekonflikter	12 oktober 2004	Se ovan.
Kommissionens direktiv	12 oktober 2004	Se ovan.

<b>EG-direktiv etc.</b>	<b>Införlivas senast</b>	<b>Ändringar i svenska regler (EG-förordning, lag, prop., FI, rek, etc.)</b>
2004/72/EG om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6 när det gäller <b>godtagen marknadspraxis</b> , definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänka transaktioner		
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	23 december 2003 (direkt effekt)	EG-förordningen är direkt tillämplig.
<b>Finansiell säkerhet</b>		
Direktiv 2002/47/EG av den 6 juni 2002 om ställande av finansiell säkerhet (i kraft april 2003)	Oktober 2004	Ds 2003:38 Finansiella säkerheter Proposition i november 2004 I kraftträdande maj/juni 2005
<b>Prospekt</b>		
Direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG	1 juli 2005	SOU 2004:95 Prospekt – Nya regler om prospekt m.m. Proposition mars 2005 Ikraftträdande 2005-07-01
<b>Prospectus Level 3</b>		
Prospektgruppen inom CESR arbetar med rekommendationer för tillämpningen av Kommissionens förordning.		Kommissionen beslutade den 29 april 2004 en förordning om genomförandeåtgärder av direktivet vilken träder ikraft den 1 juli 2005.
<b>MiFID (ISD 2)</b>		
Direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument	30 april 2006	Utredning Värdepappersmarknadsfrågor (Dir. 2004:90). Hans Jacobson, utredare Betänkande senast 30 juni 2005 Lagrådsremiss/proposition våren 2006 Ikraftträdande 2006-07-01

EG-direktiv etc.	Införlivas senast	Ändringar i svenska regler (EG-förordning, lag, prop., FI, rek, etc.)
<b>Clearing&amp;Settlement</b>		
CESR/ESCB Work Group on Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union		ESCB-CESR-gruppens arbete med att ta fram Standards för Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union, löper på. Närmast på agendan står en andra open hearing i slutet av maj och inför denna har en omarbetad draft report offentliggjorts.
<b>Fondverksamhet</b>		
Ändringar i UCITS-direktivet har införts genom direktiven 2001/107/EG och 2001/108/EG.		Lagen om investeringsfonder är ett nytt regelverk för fondsparandet. I kraft den 1 april 2004. Verksamhet enligt äldre regler får fortsätta fram till den 13 februari 2007.
Draft COMMISSION RECOMMENDATION of [...] on the use of financial derivative instruments for undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)		
<b>Informationskrav noterade bolag</b>		
Direktivförslag (KOM/2003/0138) om harmonisering av insynskraven med avseende på upplysningar om emittenter vars värdepapper tagits upp till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG		Krav på innehåll i regelbunden finansiell rapportering, ”flaggning” samt information från bolaget till innehavare av värdepapper.
<b>Övriga</b>		
Europaparlamentets och rådets direktiv 2001/97/EG av den 4 december 2001 om ändring av rådets direktiv 91/308/EEG om åtgärder för att förhindra att det finansiella systemet används för tvättning av pengar	15 juni 2003	Prop. 2003/04:156 Ikraftträdande 2005-01-01
Europaparlamentets och rådets direktiv 2002/92/EG av den 9 december 2002 om försäkringsförmedling	15 januari 2005	Ds 2004:10 Försäkringsförmedling Proposition januari 2005 Ikraftträdande 2005-04-01
Direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om <b>uppköpserbjudanden</b> (”Takeover-direktivet”)	20 maj 2006	Takeover-utredningen (dir. 2004:38, utredare Göran Schäder). Ev. betänkande sommaren 2005.
Dir. <i>förslag</i> , KOM (2004) 273, om <b>återförsäkring</b> samt tillägg till rådets direktiv 73/239, 92/49 samt direktiv 98/78 och 2002/83	18 månader från publicering i EUT	Väntas bli antaget våren 2005

EG-direktiv etc.	Införlivas senast	Ändringar i svenska regler (EG-förordning, lag, prop., FI, rek, etc.)
Direktiv <b>2002/87</b> om extra tillsyn över kreditinstitut, försäkringsföretag och värdepappersföretag i ett <b>finansiellt konglomerat</b> och om ändring av direktiv 73/239, 79/267, 92/49, 92/96, 93/6, 93/22, 98/78 och 2000/12.	11 augusti 2004 (gäller för tillsyn över räkenskaper som inleds under 2005)	Departements-pm november 2004 Proposition maj 2005 Ikraftträdande senhösten 2005/1 januari 2006