



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Kevin Lindmark

# Blankning

Den svenska regleringen och en internationell jämförelse rörande  
inskränkingsmöjligheterna

Examensarbete  
20 poäng

Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt

HT2002

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>2</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>3</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>4</b>
1.1 Problembakgrund	4
1.2 Syfte och problemställningar	6
1.3 Metod	7
1.4 Material	7
1.5 Disposition och avgränsning	8
<b>2 KAPITALMARKNADEN</b>	<b>10</b>
2.1 Aktiemarknaden	10
2.2 Derivatmarknaden	11
2.2.1 Optioner	12
2.2.2 Terminer	12
2.3 Kreditmarknaden	13
2.4 Värdepappersmarknaden i Sverige	13
2.4.1 Bakgrund	13
2.4.2 Finansinspektionen	14
2.4.3 Det börsrättsliga regelsystemet	14
2.5 Värdepappersmarknaden i USA	15
2.5.1 Bakgrund	15
2.5.2 Reglering	16
2.6 Värdepappersmarknaden i Storbritannien	18
2.6.1 Bakgrund	18
2.6.2 Reglering	19
2.6.2.1 The Financial Services and Markets Act	19
2.6.2.2 The Financial Services Authority	20
2.6.2.3 Självreglering	21
2.7 Information på värdepappersmarknaden	22
<b>3 AKTIELÅN OCH BLANKNING</b>	<b>23</b>

3.1	Användningsområden	23
3.2	Risker	24
3.3	Rättsliga konsekvenser i Sverige	25
3.3.1	Civilrättsligt	25
3.3.2	Skatterättsligt	25
<b>4</b>	<b>REGLERING AV AKTIELÅN OCH BLANKNING I SVERIGE</b>	<b>27</b>
4.1	Upphävande av blankningsförbudet	27
4.2	Reglering	28
4.2.1	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument	29
4.2.2	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse	29
4.2.3	Finansinspektionens föreskrifter	30
4.2.4	Svenska fondhandlareföreningens allmänna villkor	30
4.2.5	Statistik över aktielån	32
<b>5</b>	<b>BEGRÄNSNING AV BLANKNING I USA</b>	<b>33</b>
5.1	SEC regel 10a-1	33
5.2	NASD regel 3350	35
5.3	Statistik över aktielån	35
5.4	Studie, utredning och rapport	35
5.4.1	SEC:s specialstudie från 1963	35
5.4.2	SEC:s offentliga utredning från 1976	36
5.4.3	Kongressens rapport från 1991	37
5.5	Krav på ändring	38
5.6	SEC Concept release 1999	38
<b>6</b>	<b>BEGRÄNSNING AV BLANKNING I STORBRIANNIEN</b>	<b>40</b>
6.1	Reglering	40
6.2	FSA:s ståndpunkt	40
6.2.1	Allmänna tendenser	40
6.2.2	Artikel och diskussion från oktober 2002	42
<b>7</b>	<b>SAMMANFATTANDE DISKUSSION</b>	<b>44</b>
7.1	Direkt reglering	44
7.2	Ökad genomlysning	45
7.3	Avslutande reflektion	45
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>47</b>

# Sammanfattning

Blankning är en finansiell transaktion som har blivit ett allt vanligare komplement till aktie- och optionshandeln. Att blanka en aktie innebär att en aktie som har lånats från en annan aktieägare säljs. En vinst blir möjlig om kursen på den aktuella aktien har gått ner. Blankaren kan då köpa tillbaka och återlämna aktien till den kurs som gällde vid lånet. Blankning har kritiserats mer eller mindre under olika perioder. Kritiken har ofta varit som starkast vid större börsnedgångar, senast efter att den s.k. "IT-bubblan" sprack i mars 2000.

Fram till 1991 var blankning för fondkommissionsbolag och bankinstituts fondkommissionsrörelse förbjudet i Sverige. Det var förvisso inte ett absolut förbud, men reglerna innebar att blankning var en besvärlig process. Motiven till att tillåta blankning var att Stockholmsbörsen hade växt, att spekulation förekom i all värdepappershandel och att kännedom om marknadsläget gav ett övertag inte enbart för blankning. I Sverige regleras idag blankning främst i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument och lagen (1991:981) om värdepappersrörelse. Vid sidan om dessa aktualiseras föreskrifter från Finansinspektionen och rekommendationer från Svenska Fondhandlareföreningen. Den svenska regleringen inskränker inte direkt blankningstransaktionen, utan berör främst det formella förfarandet kring själva aktielånet.

Internationellt är USA och Storbritannien intressanta jämförelseländer. USA har genom SEC och NASD inskränkt själva blankningstransaktionen genom specifika regler. I förhållande till nationella börser heter regeln SEC regel 10a-1 och i förhållande till Nasdaq heter regeln NASD regel 3350. Dessa regler brukar även kallas "the Uptick rule" respektive "the Bid Rule". Reglerna går i princip ut på att blankning endast får ske i en uppåtgående trend. Börserna i USA har vid sidan om regleringen även en månadsvis rapportering av blankningspositionerna. Storbritannien kan sägas befinna sig i en liknande situation som i Sverige, då en direkt inskränkning av blankningstransaktionen inte existerar. Från lagstiftarens sida förefaller emellertid Storbritanniens sida ha ett försprång gentemot Sverige. FSA har genom flera rapporter och möten diskuterat och analyserat de möjligheter som finns till reglering av blankning. Den ståndpunkt som förespråkas är att inte införa en reglering som den i USA. Anledningen till detta är osäkerheten om effekten av en sådan reglering. Undersökningar från USA stödjer också detta resonemang. Det alternativ som förespråkas från FSA och även delvis i USA är att öka genomlysningen av blankningstransaktionen genom rapporter. Dessa rapporter kan antingen återge statistik över aktielånen, vilket redan finns i Sverige, eller direkt återge blankningspositionerna.

# Förord

Idén till denna uppsats fick jag våren 2002 då jag uppmärksammade den allmänna debatten kring blankning i den finansiella median. Som en klart aktieintresserad och finansiellt intresserad person försöker jag hålla mig uppdaterad dagligen. Jag deltar även ofta i debattforum på Internet. Detta sammantaget med min juridiska bakgrund och skolning fick mig att inse att debatten gav en ofullständig bild. Många av argumenten var i behov av en fördjupad juridisk bakgrund. Genom skrivandet av detta examensarbete förverkligades således min önskan att bidra till denna debatt och att själv fördjupa mig inom detta ämnesområde.

Bland personerna som har hjälpt mig vid författandet av denna uppsats vill jag först och främst tacka min handledare juris doktor Torsten Sandström, som har tagit sig tid och bidragit med värdefull vägledning.

Ett stort tack riktas även till de personer som generöst har delgivit sina synpunkter kring uppsatsens resonemang, bidragit med konstruktiv kritik och korrekturläst. Här vill jag framhäva Dr Lars Lindmark och juris student Ken Hoogesteyn.

Lund 2002-11-29

Kevin Lindmark

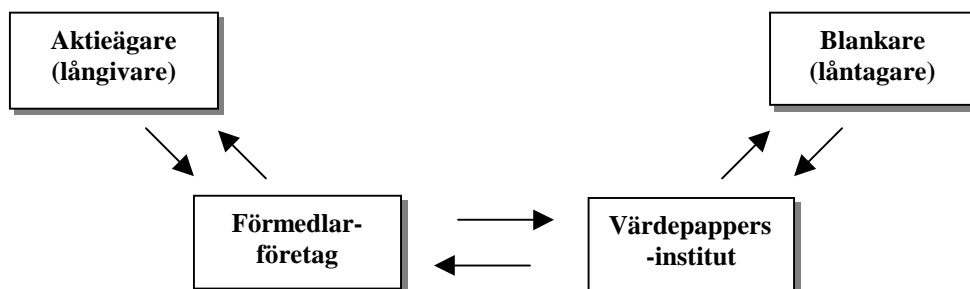
# Förkortningar

AMEX	American Stock Exchange
AMN	Aktiemarknadsnämnden
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
FTSE	Financial Times Stock Exchange
FSMA	Financial Services and Markets Act
FSA	Financial Services Authority
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
LHF	lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LVR	lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
NASD	National Association of Securities Dealers
NBK	Näringslivets Börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
NMS	Nasdaq National Market System
NYSE	New York Stock Exchange
OTC	Over-the-counter
SE	The London Stock Exchange
SEC	Securities and Exchange Commission
SIB	Securities and Investments Board
SRO	Självreglerande organisation

# 1 Inledning

## 1.1 Problembakgrund

Blankningsaffärer är en transaktion som har blivit ett allt vanligare komplement till den traditionella aktie- och optionshandeln. Att blanka<sup>1</sup> en aktie innebär att en aktieägare (långivaren) lånar ut sina aktier till blankaren (låntagaren), som i sin tur säljer dessa på aktiemarknaden. Att likställa aktielån med blankning är en felaktig uppfattning. Däremot är aktielån en viktig del av och en förutsättning för blankningsförfarandet. På aktiemarknaden förekommer aktielån direkt mellan parterna, med eller utan förmedling av värdepappersinstitut.<sup>2</sup> I de flesta fallen av blankningsaffärer är emellertid ett flertal parter inblandade. Dessa parter är låntagare, långgivare, värdepappersinstitut samt ett förmedlarföretag för aktielånet. Vid ett normalt förfarande av aktielån kontakter den presumtive låntagaren en fondkommissionär som i sin tur kontakter OM Stockholm AB.<sup>3</sup>



När aktierna har lånats ut till blankaren och denne sedan säljer dessa sker således själva blankningen. Blankningstransaktionen krediteras normalt som ett negativt innehav på kontot hos värdepappersinstitutet. Förr eller senare måste samma antal aktier återköpas och återlämnas till mäklaren. Om priset under tiden har gått ned, kan aktierna återköpas till ett lägre pris med mellanskillnaden som vinst. Om priset har gått upp måste aktierna återköpas till ett högre pris, med en förlust som konsekvens. För det fall att priset inte rört sig åt något håll har även en förlust skett, i form av avgifter och räntor som måste erläggas till de inblandade parterna. Det som en blankare

---

<sup>1</sup> På engelska heter blankning "short selling", d.v.s. att ligga kort (minus) i innehavet. En förklaring till var den svenska termen blankning kommer från har emellertid inte funnits. En rimlig gissning är att det betyder ett blankt (vitt) innehav, d.v.s. inget innehav överhuvudtaget.

<sup>2</sup> Termen värdepappersinstitut är en beteckning som sammanfattar banker och värdepappersbolag som har tillstånd att bedriva handel med finansiella instrument. Lagen (1991:980) om värdepappersrörelse 1 kap 2 §.

<sup>3</sup> Afrell m.fl. s. 101.

spekulerar i är att börsen eller en enskild akties kurs i framtiden kommer att sjunka.<sup>4</sup>

<b>Aktiepriset sjunker</b>	
Lånade 100 aktier i företaget XYZ vid kursen 65 kr	<b>6 500 kr</b>
Återköpte 100 aktier i företaget XYZ vid kursen 40 kr	<b>- 4 000 kr</b>
<b>Vinst</b>	<b>2 500 kr</b>

<b>Aktiepriset ökar</b>	
Lånade 100 aktier i företaget XYZ vid kursen 65 kr	<b>6 500 kr</b>
Återköpte 100 aktier i företaget XYZ vid kursen 90 kr	<b>- 9 000 kr</b>
<b>Förlust</b>	<b>-2 500 kr</b>

I detta sammanhang skiljs ofta mellan äkta och oäkta blankning. Äkta blankning innebär att ett värdepapper, som låntagaren förfogar över genom ett lån, avyttras. Vid oäkta blankning förfogar inte låntagaren över det blankade värdepappret. Blankaren säljer i detta fall aktierna innan dessa har levererats. Vilken av dessa former av blankning som är aktuell kan få konsekvenser för det fall att blankaren försätts i konkurs. Fondbolag får idag enligt 13 § lagen (1990:1114) om värdepappersfonder inte använda sig av oäkta blankning av värdepapper.<sup>5</sup> Någon annan lagregel om oäkta blankning finns inte. I prop. 1990/91:142 diskuterades emellertid om denna form skulle regleras.<sup>6</sup>

I de flesta fall sker blankning av lånade aktier utan avtalad tidsbegränsning. Blankaren lämnar helt enkelt tillbaka aktierna när denne anser det vara lämpligt. Om långgivaren önskar kan denne emellertid ofta enligt avtalet tvinga fram ett återlämnande. Eftersom långgivaren inte kan sälja aktier som denne inte har tillgång till, måste långgivaren antingen ta fram nya aktier eller så måste låntagaren göra ett återköp och lämna tillbaka

<sup>4</sup> Ek s. 12 f. ; <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>;  
<http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/depahandbok.jsp>.

<sup>5</sup> Lagrådsremissen ansåg vid införandet av bestämmelsen att den omfattade både äkta och oäkta blankning. Detta stred emellertid mot EG direktivet från 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (s.k. Ucits-direktivet, 85/611/EEC). Direktivet omfattade enbart oäkta blankning. Ett förtydligande av paragrafen skedde med lag 1992:556. Se vidare Prop. 1991/92:113 s. 162.

<sup>6</sup> Afrell m.fl. s. 101; SOU 2002:56 s. 389 ; SOU 1989:72 s. 77 f; Se vidare Prop. 1990/91:142 s 99 ff.



dessa. Detta händer inte alltför ofta, men kan vara fallet om många investerare blankar en specifik aktie.<sup>7</sup>

Liksom vid vanliga banklån krävs det en viss säkerhet. Denna ligger normalt på mellan 120 och 150 % av det totala aktievärdet. Fondkommissionären, som sköter kontakten mellan låntagaren och den som lånar ut aktien, tar också ut en avgift. Denna avgift brukar ligga kring några hundralappar. De som lånar ut sina aktier kan vara fonder, institutioner och andra aktieägare med en långsiktig strategi. Genom att låna ut sina aktier tjänar de lite extra pengar genom den ränta som måste betalas för lånet. Räntan ligger i de flesta fall kring 3 %.<sup>8</sup>

Blankningsförfarandet är ett fenomen som har kritiserats mer eller mindre under olika perioder. Särskilt tydlig har kritiken varit under tider av börsnedgångar. Efter att den s.k. ”börsbubblan” sprack i mars 2000 med en kraftig nedgång på börserna som följd har kritiken av blankning tilltagit i styrka. Innehållsmässigt är kritiken först och främst riktad mot de skadliga ekonomiska effekterna av blankning. Vanligt förekommande argument är att blankning trycker ned kurser oproportionerligt samt att förfarandet leder till en underminering av värdepappershandelns förtroende. Detta kan i sin tur få konsekvenser för hela samhällets ekonomi. Det finns emellertid inte enbart motståndare. Ett av de viktigare argumenten bland förespråkarna är att blankning är ett fenomen som är hälsosamt för börshandeln. Denna syn grundar sig i att blankning hjälper till att driva ned övervärderade aktier till en sundare nivå snabbare än om blankning hade varit förbjudet.<sup>9</sup>

Den juridiska sidan av debatten är långt ifrån framträdande. Ibland förekommer det argument om att det bör införas en liknande reglering som den i USA. Hur denna reglering är utformad och om det är en effektiv reglering är det emellertid ingen som diskuterar. Frånvaron av en diskussion kring alternativa metoder är också tydlig. De juridiska aspekterna av blankning, både i Sverige och internationellt, borde i allra högsta grad vara en del av debatten.

## 1.2 Syfte och problemställningar

Det är främst två sidor av den allmänna debatten som uppsatsen skall uppehålla sig vid. Den första sidan är det faktum, som debatten förefaller förutsätta, att det inte finns någon inskränkning av blankningsmöjligheten i Sverige. Om denna bild är rättvisande eller inte skall undersökas. Den andra sidan är jämförelsen med hur utlandet agerar i förhållande till inskränkning av blankning. För att utreda denna aspekt kommer en jämförelse att göras med länderna USA och Storbritannien. Det är författarens avsikt och förhoppning att denna uppsats bidrar med en mer nyanserad bild av hur regleringen ser ut i Sverige och vilka alternativa regleringsmöjligheter som finns.

---

<sup>7</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>; Se vidare om avtal mellan blankaren och långgivaren under kap 4.2.4.

<sup>8</sup> <http://www.derivatinfo.com/php/blankn.php>.

<sup>9</sup> Här kan nämnas SvD, DI och <http://borssnack.di.se/DISEConf>.

För att kunna uppfylla uppsatsen syfte måste ett flertal problemställningar besvaras: Regleras blankningstransaktionen i Sverige och i så fall hur? Har USA respektive Storbritannien en reglering som inskränker blankningsmöjligheten? Om så är fallet, hur är denna reglering utformad? Vilka är tendenserna från respektive lands lag-/regelstiftare i förhållande till möjligheten att inskränka blankning? Vilka möjligheter och alternativ finns att reglera blankning?

### 1.3 Metod

Uppsatsen utgår till viss del från en sedvanlig rättsdogmatisk juridisk metod. Detta innefattar en studie av gällande rättsregler under belysning av doktrin och förarbeten. Uppsatsen har vid sidan om detta viktiga komparativa inslag. Den komparativa metoden som används i denna uppsats har dock inte för avsikt att genomgående analysera den utländska rätten eller att sprida fördjupad kunskap om de utländska rättsreglerna. Funktionen av den komparativa metoden är istället att belysa och stödja analysen av den svenska regleringen.

Som passande komplement till metoden ovan är uppsatsen både av deskriptiv och av normativ karaktär. Uppsatsen skall dels beskriva vad som är gällande rätt, *de lege lata*, dels ge alternativ *de lege ferenda*.

### 1.4 Material

Internet, artiklar från tidningar och medverkan i debattforum har inledningsvis bidragit till en ökad kunskap och förståelse för både de ekonomiska och juridiska aspekterna kring blankning.

Den svenska sidan av arbetet kommer till en början att ta sin utgångspunkt i befintlig lagtext. Här är lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument av störst betydelse. Vid sidan om lagtext är förarbeten, särskilt propositionen om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, av särskilt intresse. Även om den svenska rättsvetenskapliga doktrinen ofta berör ämnet, är den inte särskilt omfattande. Ett verk av Bengt-Göran Ek och Ulf Petersson har emellertid särskilt sig från de övriga vad gäller innehåll och omfattning.

Den internationella sidan av arbetet har haft sin utgångspunkt i både svensk och internationell rättsvetenskaplig doktrin. Detta har underlättat att på relativt kort tid skaffa sig en generell bild av rättsområdet. Doktrinen har vidare hjälpt till att finna relevant lagtext. Förarbeten har fått stå åt sidan för studier, undersökningar och rapporter. Detta beror på att det komparativa inslaget, som ovan nämnts, inte har för avsikt att genomgripande analysera regelverket. Att finna relevanta internationella rättskällor i Sverige kan vara svårt och ofta uppstår osäkerhet om innehållet i dessa är aktuellt. I detta sammanhang har Internet spelat en viktig roll genom att enkelt ge tillgång till uppdaterad lagtext och annat material.

## 1.5 Disposition och avgränsning

Uppsatsen är i fortsättningen disponerad på följande sätt:

För att lättare tillgodogöra sig uppsatsens innehåll är det viktigt att läsaren har grundläggande kunskaper i hur kapitalmarknaden är uppbyggd och hur dess olika delar fungerar. Det går emellertid inte att ge en precis bild av en enhetlig internationell kapitalmarknad eftersom det existerar skillnader mellan olika länder. Det andra kapitlet ger således läsaren en generell bild av kapitalmarknaden. Detta innebär först en genomgång av aktie-, derivat- och kreditmarknaderna. Sedan får läsaren en djupare genomgång av värdepappersmarknaderna i Sverige, USA och Storbritannien. Detta innefattar både institutioner och regelsystem.

Kapitel 3 berör aktielån och blankning. Här får läsaren en ökad kunskap om användningsområden, risker och konsekvenser. En viss behandling av de civil- och skatterättsliga konsekvenserna av aktielån och blankning i Sverige sker också. Denna har emellertid enbart för avsikt att ge läsaren en mer utförlig bakgrund till blankning. En djupare diskussion kommer således inte att föras. Efter dessa två introducerande kapitel följer uppsatsens huvuddel som behandlar regleringen av blankning.

Kapitel 4 utreder den svenska regleringen av blankning. Detta inkluderar en historisk tillbakablick över utvecklingen och en omfattande genomgång av regleringen.

Kapitel 5 och 6 behandlar situationen i USA respektive Storbritannien. Varje kapitel innefattar en kort historisk tillbakablick och en genomgång av reglering och utvecklingsarbete. I motsats till det svenska kapitlet är det emellertid inte fråga om en omfattande genomgång av regleringen. Enbart det material som direkt berör inskränkningen av blankningstransaktionen och som kan relateras till uppsatsens syfte behandlas.

I uppsatsens avslutande kapitel sker en analys av det presenterade materialet. De formulerade och uppställda problemställningarna besvaras och en summering av regleringsalternativen genomförs. Författaren ges även utrymme att reflektera över situationen.

Uppsatsen är avsedd att undersöka av de juridiska aspekterna av blankning. Eftersom ämnet i sin grund är ekonomiskt, är argumentering av ekonomisk karaktär emellertid oundviklig. Uppsatsen har dock inte för avsikt att belysa dessa ekonomiska aspekter mer än nödvändigt.

Vidare avser uppsatsen enbart behandla den reglering och de aspekter som direkt påverkar möjligheten att blanka. Detta innebär att vissa aspekter kring aktielån och även vissa andra frågeställningar kring blankning bortses från.<sup>10</sup>

USA och Storbritannien har valts som jämförelseländer eftersom dessa representerar de ledande finansiella marknaderna i världen. USA och Storbritannien är dessutom två av de äldsta och mest utvecklade finansiella

---

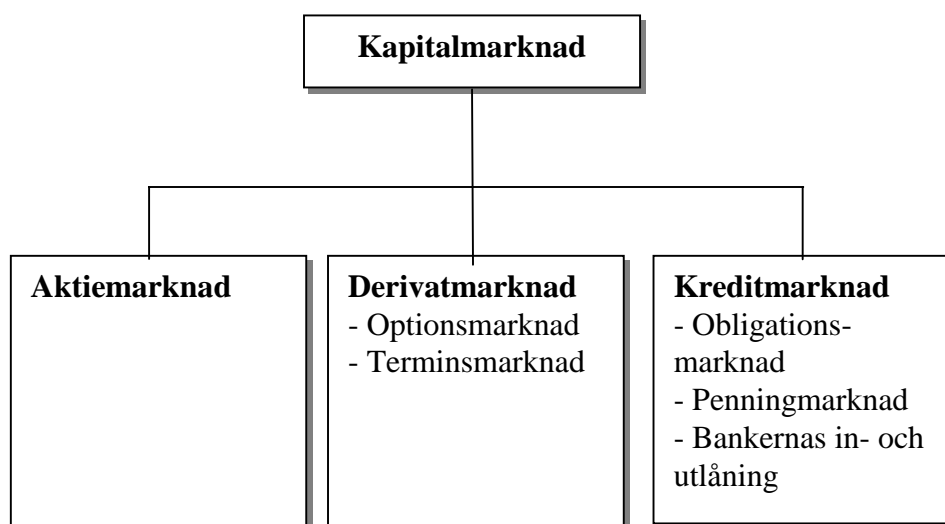
<sup>10</sup> T.ex. om aktielån omfattas av insiderlagstiftning och flaggning och anmälan av blankning till FI:s insynsregister.

marknaderna som fortfarande existerar idag. Utvecklingen hos dessa länder innehåller mängder av kunskap och erfarenhet. Japan är onekligen ett av världens viktigaste länder på den finansiella marknaden och har under uppsatsens inledande fas varit ett alternativ. Eftersom den japanska regleringen påminner till stor del om den i USA har en belysning av detta land inte ansetts vara nödvändig.

## 2 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden<sup>11</sup> är den marknad där handeln med finansiella instrument sker. Under 1980- och 90-talen genomgick denna marknad stora förändringar. Denna utveckling var inte bunden till Sverige utan visade sig i många länder. I början av 80-talet var den normala årsomsättningen vid börsen i Sverige omkring 10-20 miljarder kronor. Detta är idag inte en ovanlig omsättning per dag. Nya marknader har vuxit fram och antalet aktörer har ökat avsevärt.<sup>12</sup>

Det finns olika åsikter, men normalt delas kapitalmarknaden in i en aktiemarknad och en kreditmarknad. Kreditmarknaden delas i sin tur in i penning- och obligationsmarknaderna. Vid sidan om de två förstnämnda marknaderna finns ett komplement i form av derivatmarknaden. Denna marknad består av options- och terminsmarknaderna.<sup>13</sup>



### 2.1 Aktiemarknaden

Grundidén till att det existerar en aktiemarknad är att företag, för att kunna vidareutveckla sin verksamhet, behöver billig finansiering. Det är i detta sammanhang viktigt att skilja mellan primärmarknaden och sekundärmarknaden. På primärmarknaden sker försäljningen av nyemitterade värdepapper. Det är således via primärmarknaden som företag eller institutioner skaffar den ursprungliga finansieringen. Efter att värdepappret sålts på primärmarknaden sker handeln på sekundärmarknaden. På denna marknad lever värdepappret ett eget liv och

<sup>11</sup> Kallas även värdepappers- eller finansmarknaden.

<sup>12</sup> Andersson s. 18.

<sup>13</sup> Andersson s. 18.

det är här som priset på aktierna bestäms. Existensen av en sekundärmarknad är viktig för att investerare skall vara intresserade av att köpa på primärmarknaden. Investerare kan genom sekundärmarknaden när som helst få tillbaka pengar genom försäljning till någon annan. Existensen och handeln på en sekundärmarknad är vidare betydelsefull för företagets finansiering. Om marknaden anser att ett företag har goda framtidsutsikter värderas aktien högt vilket i sin tur innebär att företaget vid en nyemission kan få mer betalt. Är framtiden osäker värderas aktien lågt vilket innebär att en nyemission ger mindre betalt och att en eventuell investering blir mindre attraktiv.<sup>14</sup>

I de flesta fall av handel på primärmarknaden är det största incitamentet inte att få kontroll över företaget utan att erhålla maximal avkastning på sitt kapital.<sup>15</sup>

Det finns flera viktiga skillnader mellan aktier och andra kapitalplaceringar. För t.ex. obligationer är avkastningen bestämt i förväg genom emissionsvillkoren. Utdelning på aktier däremot är beroende av bolagsstämmans årliga beslut. En akties avkastning är osäker och variationen mellan olika år kan vara stor. Om ett företag går i konkurs blir aktien värdelös och det satsade kapitalet förloras. Det är därför aktiemarknaden kallas för en riskkapitalmarknad.<sup>16</sup>

Vid sidan om utdelning får aktieägaren även avkastning på sina aktier genom värdetillväxt. Under 1900-talet har den årliga reala<sup>17</sup> avkastningen på svenska aktier varit 7-8 %. Som jämförelse kan nämnas att obligationer under samma period haft en avkastning på 2-3 %.<sup>18</sup>

## 2.2 Derivatmarknaden

Begreppet derivatmarknad har över tiden blivit ett samlingsbegrepp för options- och terminshandeln. Det finns en mängd olika derivat och dessa kan bli väldigt komplexa. I grunden är det emellertid en enkel idé. Genom att härleda ett avtal till en underliggande egendom skapas ett nytt finansiellt instrument. Denna underliggande egendom kan t.ex. vara aktier, obligationer eller valuta.<sup>19</sup>

Handel på derivatmarknaden kan vara ett mycket effektivt medel för att fördela risker och kan ses som ett komplement till de andra delarna av värdepappersmarknaden. Marknaden är emellertid inte enbart för den som vill minimera riskerna. Spekulanter kan genom att köpa optioner istället för aktier öka den procentuella vinsten avsevärt. Samtidigt innebär spekulation enbart i optioner en ökad risk.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Hagerud s. 13 f.

<sup>15</sup> Hagerud s. 14.

<sup>16</sup> Andersson s. 20.

<sup>17</sup> Hänsyn tagen till inflation.

<sup>18</sup> Andersson s. 20.

<sup>19</sup> Andersson s. 25.

<sup>20</sup> Andersson s. 26.

## 2.2.1 Optioner

Det finns två olika optionskontrakt; köp- och säljoptioner. En köpoption ger innehavaren rättigheten, men inte skyldigheten, att köpa det underliggande instrumentet till ett förutbestämt lösenpris på en framtida likviddag. En säljoption ger innehavaren rättigheten att sälja det underliggande instrumentet till ett förutbestämt pris. För denna rättighet betalar innehavaren en premie till utfärdaren. Det bör även skiljas mellan amerikanska och europeiska optionskontrakt. En amerikansk option ger innehavaren rättigheten att vid varje tillfälle fram till slutdagen utnyttja optionen. En europeisk option däremot kan enbart användas på slutdagen.<sup>21</sup>

Valet att investera i en köp- eller säljoption beror på vilken uppfattning förvärvaren har om prisutvecklingen för det underliggande instrumentet. En köpoption förvärfas om tron är att priset på det underliggande instrumentet kommer att stiga. Förvärfas däremot en säljoption är tron att priset på det underliggande instrumentet kommer att sjunka.<sup>22</sup>

Warrants är ett engelskt uttryck som i samband med den svenska marknaden används för icke-standardiserade optioner. Dessa optioner har en ursprunglig löptid som normalt är längre än löptiden för standardiserade aktieoptioner. Warrants utfärdas i ett begränsat antal av banker och fondkommissionärer.<sup>23</sup>

## 2.2.2 Terminer

Ett terminskontrakt är liksom ett optionskontrakt ett avtal i vilket parterna kommer överens om köp respektive försäljning av en viss egendom vid en bestämd tidpunkt i framtiden och till ett i avtalet bestämt pris. Till skillnad från optioner innebär en termin i princip en skyldighet för både köparen och säljaren att fullgöra sina åtaganden enligt avtalet. Om den underliggande egendomen är aktier kallas terminen för en aktietermin.<sup>24</sup>

Främst i förhållande till räntebärande tillgångar skiljs det ofta mellan två olika typer av terminer; forwards och futures. Internationellt är futures en benämning för standardiserade terminer, medan icke-standardiserade terminer benämns forwards. Mellan dessa finns det ett antal viktiga skillnader som är värda att noteras. Forwards regleras först på slutdagen medan det för futures beräknas ett resultat och betalas ut medel dagligen. Futures kan även säljas (kvittas) under hela löptiden, vilket inte är möjligt med forwards. Vidare kan ett futurekontrakt avslutas före löptidens slut medan ett forwardkontrakt alltid regleras först på slutdagen.<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> <http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/skola.jsp?skola=4> ; Hagerud s. 67 f.

<sup>22</sup> <http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/skola.jsp?skola=4> ; Hagerud 67 f.

<sup>23</sup> Hagerud s. 69.

<sup>24</sup> Tivéus s. 120; Andersson s. 198 ff.

<sup>25</sup> Tivéus s. 120; Andersson s. 198 ff.

## 2.3 Kreditmarknaden

Kreditmarknaden består av obligations- och penningmarknaden samt bankernas vanliga in- och utlåningsverksamhet in i kreditmarknaden.<sup>26</sup>

På penningmarknaden handlas värdepapper som har en löptid på högst ett år. Detta kan jämföras med obligationsmarknaden där löptiden på värdepapper är över ett år. Skillnaden mellan dessa marknader har emellertid under åren minskat.<sup>27</sup>

Instrumenten på obligationsmarknaden är värdepapper som löper med ränta, s.k. räntebärande obligationer. De flesta obligationer löper med samma räntesats under hela tiden. På penningmarknaden handlas skuldebrev som löper utan formell ränta, s.k. diskonteringspapper, men som ges ut till en lägre kurs än det nominella beloppet. Ett exempel på diskonteringspapper är statsskuldväxlar.<sup>28</sup>

## 2.4 Värdepappersmarknaden i Sverige

### 2.4.1 Bakgrund

Ända sedan 1860-talet har Sveriges centrum för aktiehandel varit Fondbörsen i Stockholm. Fondbörsen ombildades efter en tid till Stockholms Fondbörs AB i vilken OM Gruppen AB sedermera blev största ägare. OM Gruppen AB är ett moderbolag till derivatbörsen OM Stockholm AB. Under 1996 informerades Fondbörsen och OM Stockholm AB att diskussioner förts om ett eventuellt samarbete och sammanslagning av börsverksamheterna. Efter långa diskussioner lämnade OM Gruppen i slutet av 1997 ett offentligt uppköpserbjudande på aktierna i Fondbörsen. Detta accepterades och Fondbörsen blev ett dotterbolag till OM Gruppen. Fondbörsen är tillsammans med OM Stockholm AB, affärsenheten Stockholm Exchanges inom OM Gruppen AB.<sup>29</sup>

Vid Fondbörsen handlas bl.a. aktier, konverteringslån, teckningsoptioner och obligationer. De olika bolagen som handlas på Stockholmsbörsen finns från och med 3 juli 2000 noterade på två listor, A- och O-listan. Kraven för registrering inom respektive lista varierar. Inom varje lista finns det ett segment för de aktier som marknaden visat störst intresse av. På A-listan kallas segmentet ”Mest omsatta” och på O-listan ”Attract 40”. Det är på A-listan som de egentliga börsbolagen noteras. Dessa bolag har i regel ett stort aktiekapital och många aktieägare. O-listan består i huvudsak av medelstora och mindre bolag som har ett begränsat aktiekapital och färre ägare än bolagen på A-listan. Vid sidan om dessa listor har Fondbörsen introducerat listan ”Nya Marknaden”, som är avsedd för mindre aktiebolag. Fondbörsen har även en observationslista för bolag vars status eller notering är osäker.

---

<sup>26</sup> Andersson s. 23.

<sup>27</sup> Andersson s. 23.

<sup>28</sup> Andersson s. 23.

<sup>29</sup> Afrell m.fl. s. 46 f.



Förutom Fondbörsen existerar ett antal andra marknadsplatser. Exempel på dessa är NGM och Aktietorget.<sup>30</sup>

## 2.4.2 Finansinspektionen

Finansinspektionen är en myndighet som övervakar aktörerna på kapitalmarknaderna. Det övergripande målet är att bidra med stabilitet och effektivitet till finanssektorn samt att verka för ett gott konsumentskydd. För att bedriva en verksamhet som erbjuder finansiella tjänster krävs tillstånd av FI. Verksamheten omfattar även utfärdande av bindande föreskrifter och allmänna råd, granskning av lagstiftning, utredning av misstanke om insiderbrott och otillbörlig kurspåverkan och utformande av regler för redovisning i finansiella företag.<sup>31</sup>

## 2.4.3 Det börsrättsliga regelsystemet

Lagstiftningen på det börsrättsliga området är långt ifrån omfattande. Vid sidan om lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet finns det två författningar av betydelse. Dessa är lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Vidare är Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd aktuella. Eftersom ett stort behov finns av föreskrifter på området har en omfattande självreglering skett från näringslivets sida. En stor roll i detta arbete spelar Näringslivets Börskommitté som utfärdar rekommendationer av generell och börsetisk karaktär.<sup>32</sup>

NBK har kompletterats med Aktiemarknadsnämnden som fyller en viktig funktion genom att uttala sig om aktiemarknadsfrågor i enskilda fall. Nämndens uppgift är att främja god sed på den svenska aktiemarknaden. Detta sker genom rådgivning och information. AMN kan t.ex. tolka och tillämpa rekommendationerna som NBK har utfärdat, vilket leder till att en praxis utvecklas som stöd för aktörerna på marknaden och till skydd för aktieägarna. Eftersom nämnden är ett privaträttsligt subjekt kan det inte ingripa med formella sanktioner. AMN kan emellertid i ett uttalande påpeka att en viss åtgärd bör vidtas.<sup>33</sup>

Rekommendationerna från NBK är inte i sig bindande. Av stor betydelse på det självreglerade området är därför det noteringsavtal som utfärdas av Fondbörsen. Avtalet innehåller föreskrifter för de bolag som är noterade vid börsen. NBK:s rekommendationer har knutits till noteringsavtalet. Detta innebär att de bolag som är noterade vid börsen är skyldiga att följa rekommendationernas föreskrifter. Om de inte följer rekommendationen, utgör detta ett brott mot noteringsavtalet. Sanktionerna som varning, vite eller avregistrering av företagets aktier kan i dessa fall aktualiseras.<sup>34</sup>

<sup>30</sup> Afrell m.fl. s. 48 f.; Hagerud s. 62; <http://www.stockholmsborsen.se>.

<sup>31</sup> Rydén, Rydin s. 22 f.; FI.se.

<sup>32</sup> Rydén, Rydin s. 18 f.

<sup>33</sup> Rydén, Rydin s. 18 f.

<sup>34</sup> Rydén, Rydin s. 18 f.

## 2.5 Värdepappersmarknaden i USA

### 2.5.1 Bakgrund

1792 samlades 24 mäklare på Wall Street och skapade New York Stock Exchange (NYSE). Inte lång tid därefter öppnades American Stock Exchange (AMEX) och andra börser i de större städerna. De amerikanska börserna är således privata organisationer. NYSE och AMEX är s.k. nationella börser där en stor del av handeln under åren har skett ansikte mot ansikte på börsgolvet. Denna typ av börs har under senare tid kompletterats av bl.a. NASDAQ som är en s.k. OTC-marknad<sup>35</sup>. Skillnaden mellan om det är en nationell värdepappersbörs eller en OTC-marknad, har bl.a. betydelse för tillämpligheten av regler. Det som är utmärkande för handeln vid NASDAQ är att den sker till den största delen elektroniskt. NYSE och AMEX har emellertid följt den tekniska utvecklingen och anpassat sig till den elektroniska handeln. Teknikutvecklingen under det sena 90-talet har lett till att NASDAQ klivit fram som en seriös motståndare till NYSE om platsen som USA:s främsta börs.<sup>36</sup>

Mellan 1925 och 1929 mer än fördubblades börskurserna p.g.a. av rena spekulationer om ännu högre kurser. I oktober 1929 sprack den tidens bubbla med konsekvensen att tusentals företag och banker förlorade enorma summor. Utöver detta ökade arbetslösheten från 9 % till 25% mellan 1930 och 1933. För att ekonomin skulle återhämta sig var de styrande överens om att kapitalmarknaden var tvungen att återfå allmänhetens förtroende. Kongressen höll förhör och sökte efter lösningar. Detta arbete ledde fram till att ”the Securities Act” från 1933 och ”the Securities Exchange Act” från 1934 antogs. Dessa lagar skulle återinföra investerarnas förtroende för kapitalmarknaden genom förbättrad struktur och kontroll från myndigheterna. De huvudsakliga syftena med dessa lagar kan sammanfattas i två punkter:

- Företag som erbjöd värdepapper för investering var tvungna att tillhandahålla allmänhet saklig och korrekt information om sina affärer, de värdepapper som såldes och riskerna som fanns.
- Människor som handlade med värdepapper – mäklare, börser – var tvungna att behandla investerare rättvist och uppriktigt samt sätta deras intresse i första hand.

Kongressen etablerade genom lagen från 1934 ”the Securities and Exchange Commission” (SEC). Kommissionen fick till uppgift att se till att de nyantagna lagarna efterlevdes, att förespråka stabilitet på marknaden och,

---

<sup>35</sup> OTC står för over-the-counter. Utmärkande för OTC-marknader är att handeln sker med hjälp av icke-standardiserade avtal.

<sup>36</sup> <http://www.uwm.edu/People/ceil/industry/securities/jeff.htm>;  
<http://www.investopedia.com/university/stocks/stocks3.asp>; SOU 1989:72 s. 237.

viktigast av allt, att skydda investerare. ”The Securities Act” från 1933 kräver att alla som erbjuder aktier, obligationer eller andra värdepapper till försäljning lämnar in en registrering hos SEC. I denna registrering lovas fullkomligt och rättvist tillhandahållande av finansiell information för de aktuella transaktionerna. 1940 kom aktiefonder under SEC:s tillsyn. Vid sidan om denna verksamhet fungerar även SEC som rådgivare åt domstolen vid företagskonkurser. SEC har än idag och kommer även i framtiden att spela en viktig roll för behållandet av allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden.<sup>37</sup>

## 2.5.2 Reglering

Värdepappersmarknaden regleras både genom federal och delstatlig lagstiftning.

Den federala lagstiftningen härrör från kongressens möjlighet att reglera mellanstatlig handel. SEC spelar här en viktig roll. SEC, med högkvarter i Washington D.C., består av fem kommissionärer som utses av USA:s president. Kommissionen ser till att följande sex lagar efterlevs:<sup>38</sup>

**Securities Act of 1933** kallas ofta för ”the truth in securities law”. Lagen har två syften. För det första måste investerare få tillgång till finansiell och annan viktig information rörande värdepapper som erbjuds till allmän försäljning. För det andra förbjuds bedrägeri, oriktig framställning och annat bedrägligt beteende vid försäljning av värdepapper.

**Securities Exchange Act of 1934** är som ovan nämnts lagen som skapade SEC och ger densamma stora maktbefogenheter. Detta inkluderar rätten att registrera, reglera och tillse mäklarfirmor och agenter samt även landets självreglerande organisationer. Lagen identifierar och förbjuder även vissa typer av uppförande på marknaderna och ger SEC befogenhet att utdöma straff. Lagen ger även SEC rätten att kräva periodvis rapportering av företag med allmänt handlade värdepapper.

**Public Utility Holding Company Act of 1935** berör mellanstatliga holdingbolag verksamma, genom dotterbolag, i elbranschen eller som grossist av naturlig eller tillverkad gas. Dessa företag, om inte uttryckligen undantagna, måste lämna in rapporter med detaljerad information om organisationen, finansiell struktur och verksamhet rörande holdingbolaget och dess dotterbolag. Holdingbolag är underkastade SEC:s regler inom områden som förvärv, utfärdande och försäljning av värdepapper och finansiella transaktioner.

---

<sup>37</sup> <http://www.uwm.edu/People/ceil/industry/securities/jeff.htm>;  
[http://www.sechistorical.org/museum/SEC\\_history\\_A.shtml](http://www.sechistorical.org/museum/SEC_history_A.shtml).

<sup>38</sup> <http://www.ameritrade.com/educationv2/fhtml/stockmarket/regbodies.fhtml>;  
<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

**Trust Indenture Act of 1939** är tillämplig på värdepapper som obligationer och skuldebrev som erbjuds till allmän försäljning. Även om ett värdepapper får registreras enligt "the Securities Act", får detta inte erbjudas till allmänheten om det inte finns en formell överenskommelse mellan utfärdaren och innehavaren. Denna överenskommelse skall uppfylla lagens krav.

**Investment Company Act of 1940** behandlar organisationen av företag, inklusive aktiefonder, som huvudsakligen är sysselsatta med investering, återinvestering och värdepappershandel och vars egna värdepapper erbjuds till allmänheten. Genom detta skall lagen minska intressekonflikter. Lagen kräver att dessa företag redogör sin finansiella situation och investeringspolicy för investerare när aktier inledningsvis utges och sedan på regelbunden basis. Syftet är att ge allmänheten information om verksamheten och dess investeringsmål samt företagets struktur. Det är viktigt att komma ihåg att lagen inte tillåter SEC att direkt kontrollera val av investeringar, aktiviteter hos dessa företag eller bedöma värdet av företagets investeringar.

**Investment Adviser Act of 1940** reglerar investentrådgivare. Med vissa undantag kräver lagen att företag eller enskilda som mot ersättning ger råd om värdepapper registreras hos SEC och handlar enligt lagen. Detta skall skydda investerare. Sedan lagen ändrats 1996 är det generellt sett endast rådgivare som förvaltar mer än 25 miljoner dollar i tillgångar eller ger råd till ett registrerat investmentföretag som måste registrera sig.

Även om SEC har en viktig roll vid regleringen av värdepappersindustrin, finns även regleringsansvar för de självreglerande organisationerna (SRO). Dessa organisationer är privata sammanslutningar som av kongressen har delegerats befogenheten att reglera och att se till att dess regler efterlevs. Innan 1934 hade börserna reglerat sig själva i över 100 år. The Securities Exchange Act krävde emellertid att varje nationell värdepappersbörs registrerade sig hos SEC. En värdepappersbörs kan inte registreras om inte SEC fastställer att dess regler är utformade på rätt sätt. Detta innebär att regleringen skall förhindra bedrägeri och manipulativt beteende samt att börserna tillhandahåller lämplig disciplin för dess medlemmar. Kongressen utökade 1938 den federala registreringen till att även omfatta OTC-marknader. Samtidigt auktoriserades etableringen av s.k. nationella värdepapperssammanslutningar. Dessa sammanslutningar skulle registreras hos SEC. Enbart en sådan sammanslutning, "the National Association of Securities Dealers" (NASD), har etablerats. Detta skedde i mitten av 1990-talet. 1975 utökade kongressen SEC:s makt över de självreglerande organisationerna. SEC var nu tvungen att ge godkännande i förväg om borsreglerna ändrades. SEC fick även granskningsmakt över börsernas disciplinära åtgärder.<sup>39</sup>

NASD är det största för industrin självreglerande organet. 1996 skapade NASD ett separat och självständigt dotterbolag, NASD Regulation Inc.

---

<sup>39</sup> <http://www.wld.com/conbus/weal/wsecurit.htm>.

Genom detta bolag arbetar NASD för att hjälpa och bevaka investerarens intressen genom att reglera marknaden, att utforma riktlinjer, att underlätta lösandet av dispyter och att övervaka medlemmarnas aktiviteter. NASD Regulation övervakar mer än 5400 värdepappersföretag. För att garantera allmänhetens deltagande i debatten består dess styrelse till hälften av representanter från värdepappersindustrin och till hälften av representanter från allmänheten. Nasdaq, som är ett systerbolag till NASD Regulation, och andra OTC-marknader omfattas av NASD:s reglering.<sup>40</sup>

Den delstatliga lagstiftningen kallas även "blue-sky" lagstiftning. En enhetlig värdepapperslagstiftning har delvis eller helt antagits av majoriteten av delstaterna. Det finns emellertid fortfarande stora olikheter mellan de delstatliga lagstiftningarna. Normala regler berör bedrägeriförbud vid försäljning av värdepapper, registreringskrav för mäklare och sanktioner.<sup>41</sup>

## 2.6 Värdepappersmarknaden i Storbritannien

### 2.6.1 Bakgrund

Licensieringen av agenter för säljbara varor av borgmästaren i London går tillbaka åtminstone till Edward I:s tid. Agenterna var tvungna att svära en ed att de skulle bete sig väl. 1697 antogs en lag som skulle begränsa antalet försummelse av mäklare och börsanställda. Börshandlarna var tvungna att licensieras av borgmästaren och att stå för en säkerhet om 500 pund för fall av tjänstefel. De fick vidare enbart agera som agenter och skulle upprätthålla en förteckning över transaktionerna. Lagen upphävdes 1704.<sup>42</sup>

I Storbritannien riktades uppmärksamheten mot riskerna med investering vid den s.k. "South Sea Bubble" i början på 1700-talet. "The South Sea Company" bildades 1711. Innehavare av statliga obligationer värda 9 miljoner pund tilläts byta sina obligationer mot aktier (mot 6 % ränta) i det nyskapade bolaget. Bolaget fick för detta monopol på Storbritanniens handel med öarna i Söderhavet och Sydamerika. 1721 föreslog bolaget att det skulle överta hela den nationella skulden, som då låg på 31 miljoner pund. Återigen skulle egna aktier erbjudas i utbyte mot statliga obligationer. Styret i Storbritannien accepterade förslaget vilket ledde till en enorm spekulationsvåg som kraftigt drev upp bolagets aktiekurs. I kölvattnet av detta kom ohederliga spekulationsobjekt som ville efterlikna "the South Sea Company". Bubblan sprack i september 1720. Banker gick omkull när de inte kunde lösa in lån på övervärderade aktier och kurserna föll. Tusentals blev ruinerade och bedrägeriet i bolaget upptäcktes. Barnards lag som infördes 1734 förbjöd optionshandel och blankning. Börsen utvecklade sedermera sitt eget regelsystem för uppförande som baserades på heder. Det

---

<sup>40</sup> <http://www.ameritrade.com/educationv2/fhtml/stockmarket/regbodies.fhtml>.

<sup>41</sup> <http://www.wld.com/conbus/weal/wsecurit.htm>.

<sup>42</sup> Wood s. 259 f.

dröjde emellertid nästan två århundraden tills grunderna för dagens lagstiftningsprogram lades.<sup>43</sup>

Efter ett uppmärksammat fall om oriktig framställning antogs lagen från 1890 om direktörers ansvarsskyldighet. Lagen innebar att direktörer och aktiebolagsstiftare fick ett civilrättsligt ansvar för osanna uttalanden i ett prospekt. Bolagslagen från 1929 stärkte lagstiftningen. Denna lag krävde en registrering av prospekt som gavs ut till allmänheten, föreskrev att informationen skulle visas och förbjöd värdepappershandel av icke-auktoriserade personer. Senare delades denna lag in i Bolagslagen från 1948, som rörde företagsprospekt, och lagen från 1949 om förhindrande av investeringsbedrägeri. Den senare behandlade licensiering av handlare, förbud mot cirkulär om värdepapper, kontroll av kollektiva investeringsplaner och bestraffning av bedrägeri. Efter en ordentlig omarbetning ersattes dessa lagar 1986 av "the Financial Services Act". Området har nyligen fått ytterligare en omarbetning. Den sistnämnda lagen har tillsammans med en rad andra lagar inom området ersatts av "the Financial Services and Markets Act" (FSMA), som trädde i kraft 1 december 2001.<sup>44</sup>

The London Stock Exchange (LSE) är en av de äldsta och mest kända börserna i världen. LSE erbjuder två marknader; Main Market och AIM. Main Market, som även är känd som "the Official List", består av de större företagen från Storbritannien och världen. De största företagen kallas "large caps" och börsvärdet på dessa ligger ofta kring flera miljarder pund. Financial Times och LSE har tagit fram ett index över dessa företag som underlättar möjligheten att se det exakta börsvärdet på ett företag när som helst. Detta index kallas för FTSE och består egentligen av ett flertal olika index. Ett av de mera kända index är FTSE100 som består av de 100 största företagen. Marknaden AIM står för "the Alternative Investment Market". På denna marknad handlas främst mindre och nya företag. Vid sidan om SE existerar som i många andra länder ytterligare ett antal mindre marknader.<sup>45</sup>

## 2.6.2 Reglering

### 2.6.2.1 The Financial Services and Markets Act

Den viktigaste regleringen inom finansmarknaden är FSMA och dess underliggande regler. Lagen berör en mängd områden varav följande är viktiga delar:<sup>46</sup>

**The Financial Services authority** – Lagen utser FSA som regelstiftare för bank-, värdepappers- och försäkringsbranschen. Makten är generellt utformad vilket innebär att FSA kan svara flexibelt på förändrade marknadsvillkor.

---

<sup>43</sup> Wood s. 260; <http://www.bartleby.com/65/st/SthSeaB.html>.

<sup>44</sup> Wood s. 260.

<sup>45</sup> <http://www.fool.co.uk/school/buyingshares/buyingshares02.htm>.

<sup>46</sup> Wood s. 263 ff.

**Reglerad verksamhet** – Lagen innehåller ett allmänt förbud mot att en person utövar reglerad verksamhet i Storbritannien om inte denne är auktoriserad av FSA eller undantagen. Överträdelse av detta är kriminaliserat. Alla bolag som bedriver reglerad verksamhet måste följa samma ansökningsprocedur för auktorisation.

**Finansiell marknadsföring** – Detta område omfattar investeringsreklam, tele-marketing, deponeringsreklam och försäkringsreklam. Reglerna omfattar både auktoriserade och icke-auktoriserade objekt. Brott mot regelverket är kriminaliserat och avtal som ingåtts i strid mot bestämmelserna är inte gällande.

**Marknadsmisbruk** – Regleringen berör alla personer oavsett om dessa är auktoriserade eller inte. Den som gör sig skyldig till marknadsmisbruk kan straffas obegränsat, åläggas ersättningsskyldighet och bli föremål för domstolsföreläggande.

**Notering** – Lagen ger FSA kompetens som ”UK Listing Authority”. Detta innebär bl.a. ansvar för tillträdet av bolag för notering och upphävande och suspendering av noterade bolag. Denna kompetens innefattar en rätt att belägga relevant objekt med straff.

**Sanktioner och upprätthållande** – Lagen ger FSA både informations- och undersökningsmakt. FSA kan t.ex. undersöka misstänkta fall av marknadsmisbruk. Till sitt förfogande har FSA en rad sanktionsmöjligheter som bl.a. innefattar böter och domstolsförelägganden.

### 2.6.2.2 The Financial Services Authority

The Financial Services Authority (FSA) är en oberoende icke-statlig organisation som skapades i oktober 1997. FSA hette innan ”the Securities and Investments Board” (SIB) och var ett organ som översåg bankväsendet och reglerade området investeringstjänster. Genom FSMA har FSA utsetts till det enda organet som lagstiftar på området finansiella tjänster. FSA har getts en vid makt som inkluderar lagstiftnings-, utrednings- och upprätthållandemakt. FSMA har ställt upp fyra mål som FSA måste förespråka:<sup>47</sup>

**Marknadens förtroende** – Förtroendet för det finansiella systemet i Storbritannien skall upprätthållas. Detta uppnås bl.a. genom övervakning av växlingar, tillhandahållande av förlikningsmöjligheter, marknadsövervakning och transaktionsövervakning;

---

<sup>47</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer: *The Financial Services and marketing Act – A guide to the new regime*, London 2001, s. 10 ff; <http://www.fsa.gov.uk/history/>; [http://www.walkermorris.co.uk/pub/inbrief/spring\\_2002/5.html](http://www.walkermorris.co.uk/pub/inbrief/spring_2002/5.html).

**Allmänhetens uppmärksamhet** – Uppmärksamheten och förståelsen för det finansiella systemet skall förespråkas. Detta utförs genom att hjälpa allmänheten få kunskap, skicklighet och teknik för att sköta om sina finansiella affärer mer effektivt;

**Konsumentskydd** - En rätt grad av skydd för konsumenten skall säkerställas. Skyddet upprätthålls genom att endast tillåta företag och individer som uppfyller nödvändiga krav att delta i den reglerade aktiviteten. Kontinuerlig övervakning sker och för det fall problem uppstår sker undersökning och eventuellt åtal; och

**Minskning av finansiella brott** – Möjligheterna till finansiella brott som utförs genom att ett reglerat företag användas i brottsliga syften skall minskas. Exempel på dessa brott är penningtvätt, bedrägeri och insiderhandel.

Dessa lagfästa mål kompletteras av följande principer om god reglering som måste iakttas:<sup>48</sup>

- Resurserna måste användas på det mest effektiva och ekonomiska sättet;
- Ansvaret hos dem som kontrollerar affärerna för auktoriserade personer;
- Proportionaliteten av att införa restriktioner på industrin;
- Underlättandet av innovation;
- Iakttagande av den internationella karaktären av finansiella tjänster och Storbritanniens position; och
- Inte onödigt hindra eller förvränga konkurrensen.

Utöver detta har FSA även bl.a. ansvar för registrering, försäkringar och övervakning av utländska börser.<sup>49</sup>

### 2.6.2.3 Självreglering

Den finansiella marknaden präglas i Storbritannien i hög utsträckning av en centraliserad självreglering. Detta beror inte minst på det stora reformarbete som skett på området i och med införandet av den nya FSMA och skapandet av FSA. Innan FSMA infördes hade självreglerande organ det direkta ansvaret för styrandet av branschen. Exempel på en SRO var ”the Personal investment authority” (PIA) som bl.a. hade ansvar att styra försäljningen av livförsäkringar. Ansvaret delegerades genom ”the Financial Services Act” från 1986 och SIB. Genom FSMA har emellertid allt ansvar överförs till FSA och alla SRO avskaffades.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer: *The Financial Services and marketing Act – A guide to the new regime*, London 2001, s. 10 ff.

<sup>49</sup> <http://www.fsa.gov.uk/objectives/>; Freshfields Bruckhaus Deringer: *The Financial Services and marketing Act – A guide to the new regime*, London 2001, s. 10 ff.

<sup>50</sup> <http://sharingpensions.co.uk/regbodies.htm>.



Genom reformarbetet har FSA och FSMA förutom att ha tagit över de tidigare självreglerande organisationernas roll även tagit över rollen som centralbanken<sup>51</sup> i Storbritannien tidigare haft. FSA är nu enda lagstiftare inom området. Centralbanken har emellertid fortfarande ansvar för områdets stabilitet och den monetära politiken. "The London Stock Exchange" har vid sidan om detta även ett eget regelverk för sina medlemmar.<sup>52</sup>

## 2.7 Information på värdepappersmarknaden

En grundsten för en effektiv och rättvis värdepappersmarknad är fullständig och korrekt information. Som är fallet med andra marknader sker handeln på värdepappersmarknaden till priser som bestäms av efterfrågan och utbud. För att detta pris skall vara "rätt" är det viktigt med vetskap om all relevant information. Ju mer information som finns tillgänglig desto säkrare kan aktörerna på en marknad avgöra vad som är rätt värde på en vara. Det är emellertid inte bara informationens innehåll och omfattning som är väsentlig. Minst lika viktigt är att informationen sprids till alla aktörer på den aktuella marknaden.<sup>53</sup>

Om informationen är felaktig, ofullständig eller ger en förvrängd bild av verkligheten finns det risk att förtroendet för marknaden försämras. Detta skulle i sin tur kunna leda till brister i marknadens effektivitet och i förlängningen till att kapitalanskaffningsmöjligheten för näringslivet blir dyrare. Både de företag som är i behov av nytt kapital och placerarna skulle missgynnas. Ett snabbt tillhandahållande av korrekt information om t.ex. kurser och omsättningsuppgifter är således viktigt för marknaden.<sup>54</sup>

---

<sup>51</sup> The Bank of England  
<sup>52</sup>

[http://www.investor.barclays.co.uk/results/2001results/annual\\_report/website/dblue/other\\_info/supervision.html](http://www.investor.barclays.co.uk/results/2001results/annual_report/website/dblue/other_info/supervision.html).

<sup>53</sup> Prop. 1991/92:113 s. 57.

<sup>54</sup> Afrell m.fl. s. 126 f ; Prop. 1990/91:142 s. 78 f.

# 3 Aktielån och blankning

## 3.1 Användningsområden

Från ett internationellt perspektiv uppkom aktielånemarknaden inte för att hantera risker, utan som ett sätt att lösa problem i leveranssystemet vid aktiehandel. Om en aktör när leverans av värdepapper skall ske inte kan fullgöra sina förpliktelser, d.v.s. leverera överenskommen mängd värdepapper, finns det risk för en störning i systemet. Mottagaren kan t.ex. i sin tur ha en förpliktelse att leverera dessa värdepapper till någon annan aktör. Denna störning kan sedan fortläpa<sup>55</sup> sig i systemet och utsätta det och marknaden för fara. Genom ett temporärt lån av värdepappret kan en aktör uppfylla sin förpliktelse och förhindra de potentiella problemen. För långivaren är, som framgått under kap 1.1, aktielån ett sätt att öka avkastningen på sina aktier genom att låntagaren betalar en ersättning till långivaren.<sup>56</sup>

För låntagaren kan det idag talas om flera användningsområden för aktielån. Dessa kan delas in i grupperna blankning, täckande av leveransförseningar och utnyttjande av rösträtten. Även om blankning inte är den enda möjligheten med ett aktielån står den för huvuddelen av användningen. Blankning kan i sin tur delas in i strategierna arbitrage, hedging och spekulation.<sup>57</sup>

Vid blankning kan ren spekulation vara en drivande motivation. Möjligheten finns att tjäna pengar på en överprissatt marknad eller aktie. Det förmodligen mest kända exemplet på detta var när George Soros fick centralbanken i Storbritannien på fall år 1992. Han spekulerade 10 miljarder dollar på att det brittiska pundet skulle falla, vilket visade sig vara rätt. Följande natt tjänade Soros en miljard dollar genom handeln och inom ett antal år hade han nästan tjänat det dubbla. Vid ren spekulation utförs en s.k. naken blankning.<sup>58</sup>

Få investerare har Soros blankningsmodell som en övergripande investeringsstrategi. Många investerare använder sig av blankning för s.k. hedging. Hedging innebär ett försök att säkra sina positioner i olika finansiella instrument. Har t.ex. en aktie blankats kan skydd mot en uppgång ske genom att införskaffa en köpoption i samma aktie. Återköp av aktien kan genom detta ske antingen med hjälp av optionen eller via marknaden. En liknande variant är ett innehav av en köpoption med en realiserad vinst. Denna vinst kan låsas in genom blankning i samma aktieslag. Samtidigt ges en chans till ännu högre vinst om aktiekursen sjunker under köpoptionens lösenpris.<sup>59</sup>

---

<sup>55</sup> En s.k. ”dominoeffekt”.

<sup>56</sup> Ek s. 14, Prop. 1990/91:142 s. 101 f.

<sup>57</sup> Ek s. 14.

<sup>58</sup> Ek s. 14.

<sup>59</sup> Ek s. 14; <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

Ett arbitrage är en strategi som tillåter en aktör att erhålla en säker avkastning som är högre än den riskfria statsskuldväxelräntan. Arbitrage i samband med aktielån utnyttjar felaktiga prissättningar på aktie- och derivatmarknader för att skapa en riskfri avkastning. Metoden går ut på att finna t.ex. aktier som skiljer sig i prisvärdering. Om denna skillnad är tillräckligt stor finns möjlighet till vinst. Denna vinst uppnås genom att blanka den dyrare aktien och sedan köpa den billigare. När priserna har blivit normala i förhållande till varandra säljs den köpta aktien och den blankade aktien köps tillbaka. Eftersom transaktionskostnaderna är relativt höga är vinstmöjligheterna numera begränsade.<sup>60</sup>

## 3.2 Risker

Att blanka är förenat med höga risker. Även om blankning kan ses som motsatsen till sedvanliga aktieköp är själva blankningspositionen utsatt för stora och betydande risker.<sup>61</sup>

Historien visar att aktier, allmänt sett, har en uppåtgående trend och sett i ett längre perspektiv ökar de flesta aktier i värde. Även om ett företag knappt förbättrar sitt resultat över åren bör inflationen driva upp kursen något. Detta innebär att blankning är att spekulera mot en generell trend på marknaden.<sup>62</sup>

Vid blankning är förlustmöjligheterna större än vinstmöjligheterna.<sup>63</sup> När aktiepriset ökar sker en förlust, och teoretiskt kan aktiepriset stiga nästan obegränsat. Å andra sidan kan inte aktiepriset gå under noll, så vinstmöjligheten är begränsad. Med andra ord betyder det att förlusten kan bli större än vad som inledningsvis har investerats samtidigt som det maximala som kan tjänas är en 100 % -ig ökning av den initiala kursen om företaget går i konkurs.<sup>64</sup>

Om en aktie börjar stiga och en stor andel blankare försöker säkra sina positioner genom återköp vid samma tidpunkt kan detta driva upp kursen ännu mer. Detta fenomen är internationellt känt som en s.k. ”short squeeze”. Normalt utlöser en nyhet en ”short squeeze”, men ibland framkallas det av handlare som upptäcker att ett stort antal aktier är utlånade i ett företag. Detta är anledningen till att det inte är klokt att blanka en aktie där blankningsintresset redan är högt. En ”short squeeze” kan vara ett sätt att oerhört snabbt förlora pengar.<sup>65</sup>

Det sista och viktigaste problemet är att vara ute för tidigt. Även om ett företag är övervärderat kan det ta lång tid för kursen att justeras nedåt. Under denna tid är en blankare utsatt för ränta och risken att tvingas återköpa aktien. Akademiker och handlare har under flera år försökt finna förklaringar till varför en akties marknadspris varierar från dess reella värde.

---

<sup>60</sup> Hagerud 52; Ek s. 14.

<sup>61</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

<sup>62</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

<sup>63</sup> Denna risk kan begränsas av en s.k. ”stop loss”. Detta innebär att om kursen passerar en viss nivå sker ett återköp.

<sup>64</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

<sup>65</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

En modell som fungerar i alla situationer har aldrig funnits och kommer antagligen inte att upptäckas.<sup>66</sup>

### 3.3 Rättsliga konsekvenser i Sverige

#### 3.3.1 Civilrättsligt

Civilrättsligt skiljs det mellan lån och försträckning. Detta innebär att vid ett lån förutsätts att låntagaren lämnar tillbaka samma egendom som har lånats ut (saklega). Långivaren är hela tiden ägare till egendomen och utlåningen förutsätts skötas enligt ägarens anvisningar. En försträckning däremot avser inte en bestämd egendom eller ett bestämt föremål, utan istället skall egendom av samma slag och mängd återlämnas. Låntagaren har normalt total dispositionsrätt över egendomen. Om den utlånade egendomen är en aktie, är låntagaren normalt registrerad som ägare och kan därför sälja eller pantsätta aktien. Låntagaren har även rätt till utdelning och rösträtt för aktien. Utåt framstår således låntagaren som ägare till aktien. I regel förbinder sig dock låntagaren att kompensera långivaren för all avkastning under låneperioden.<sup>67</sup>

Det har tidigare ifrågasatts huruvida aktielån är att betrakta som saklega eller försträckning. Det borde emellertid numera inte vara några tvivel om att aktielån är att klassificera som försträckning.<sup>68</sup>

#### 3.3.2 Skatterättsligt

Även om äganderätten formellt går över till låntagaren betraktas lånetransaktionen enligt 44 kap. 9 § IL inte som köp och försäljning. Detta innebär att utlåningen och återlämnandet av aktien inte utlöser kapitalvinstbeskattning hos långivaren. Utlåningspremien och ersättning för t.ex. utebliven utdelning beskattas i inkomstslaget kapital.<sup>69</sup>

Beskattning av en blankares ersättning får vänta till dess att utgiften för återanskaffning inträtt. Vid de fall som blankningsaffärer sträcker sig över ett årsskifte måste emellertid enligt 44 kap. 29 § IL hela försäljningsintäkten tas upp till beskattning senast året efter det år när avyttring av de lånade aktierna skedde. Sker återanskaffning senare får utgiften dras av som en kapitalförlust för det aktuella året. Den utlåningspremie som låntagaren betalat är avdragsgill omkostnad vid kapitalvinstberäkningen. Blankningsaffärer som sträcker sig över två årsskiften kan därför få negativa skattekonsekvenser eftersom återanskaffningsutgiften i vissa fall endast kan bli avdragsgill till 70 %. För att hindra missbruk av den uppskjutna beskattningen stadgar ovanstående lagrum att om blankaren redan äger

---

<sup>66</sup> <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>.

<sup>67</sup> Andersson s. 214; Tivéus s. 122; En vidare utveckling sker under kapitel 4.2.4.

<sup>68</sup> Se vidare Magisteruppsats Ann-Sofie Jörnégren: *Blankning i rättslig belysning*, Linköping 2001.

<sup>69</sup> Tivéus s. 122.

aktier av det slag som blankningen avser, skall de redan innehavda aktierna i första hand anses ha avyttrats.<sup>70</sup>

I de fall där en låntagare inte säljer de lånade aktierna är det osäkert om diskussionen ovan är aktuell. Eftersom det saknas praxis på området finns det risk att aktielånet betraktas som en avyttring med kapitalvinstbeskattning för långivaren om följd. I längden skulle detta dock innebära en svårighet att finna potentiella långivare.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> Tivéus s. 122 f.

<sup>71</sup> Tivéus s. 123.

# 4 Reglering av aktielån och blankning i Sverige

## 4.1 Upphävande av blankningsförbudet

1979 års fondkommissionslag<sup>72</sup> stadgade ett förbud för både fondkommissionsbolag (23 §) och bankinstituts fondkommissionsrörelse (38 §) att medverka vid blankning för egen eller annans räkning. Innan dess lade inte då gällande regler hinder i vägen för blankningsaffärer. Införandet i fondkommissionslagen innebar emellertid inte ett absolut förbud av blankning, men lagen ledde till att blankningsprocessen var besvärlig. Företaget Invik bedrev trots detta från 1986 aktielåneverksamhet i begränsad omfattning. Den möjlighet som företaget utnyttjade var att de inte klassades som vare sig fondkommissionär eller bank.<sup>73</sup>

Motiven till blankningsförbudet var att:<sup>74</sup>

- Stockholmsbörsen var en liten fondbörs, med ett begränsat material av värdepapper tillgängligt för omsättning.
- Utpräglat spekulativa inslag förekom i samband med blankning.
- Den part som hade närmare kännedom om marknadsläget hade ett övertag i förhållande till motparten.

Regeringen tillsatte i slutet på 1980-talet en utredning, värdepapperskommittén, som i november 1989 färdigställde ett betänkande om värdepappersmarknaden i framtiden. Utredningen ansåg att blankningsförbudet för kommissionärer och banker skulle upphävas eftersom skäl att behålla det inte längre fanns. Skälen till denna ståndpunkt, som direkt argumenterade mot de skäl som framfördes vid införandet av blankningsförbudet, var följande:<sup>75</sup>

- Stockholmsbörsens omsättning och värde hade under 1980-talet ökat avsevärt. Omsättningen hade mellan 1980 och 1988 stigit från 7,5 mdr till 116 mdr. Börsvärdet hade under samma period stigit från 56 mdr till 412,1 mdr. Under samma period hade även antalet börsnoterade bolag stigit från 103 till 157 st. Att säga att Stockholmsbörsen var liten var inte längre hållbart.
- Spekulation var inte ett fenomen som enbart berörde blankningsaffärer, utan förekom i all värdepappershandel. Det ansågs ej heller vara mer spekulativt att tjäna pengar i en

---

<sup>72</sup> Trädde ikraft 1 januari 1980.

<sup>73</sup> Ek s. 10 ; Prop. 1978/79:9 s. 135.

<sup>74</sup> Prop. 1978/79:9 s. 135 f, 70 f.

<sup>75</sup> SOU 1989:72 s. 77 ff.

nedåtgående marknad än i en uppåtgående. Under 80-talet hade även nya finansiella instrument, t.ex. optioner och terminer, introducerats som gav avkastning vid en neråtgående marknad. Eftersom det inte var aktuellt att förbjuda dessa, skulle blankning inte heller vara förbjudet.

- Motivet att den part som känner marknadsläget har ett övertag gäller för hela marknaden, inte enbart vid blankning.

Värdepapperskommitténs betänkande ledde fram till propositionen 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden. Propositionen följde kommitténs ståndpunkt och föreslog ett upphävande av blankningsförbudet för kommissionärer och banker. Ett antal ytterligare motiv lades till de som värdepapperskommittén uttalat. Att Sverige skulle behålla ett förbud för en liten grupp aktörer på en alltmer internationell värdepappersmarknad var olämpligt. Genom att tillåta blankning skulle de svenska fondkommissionärerna bättre kunna ta tillvara sina kunders intressen på den internationella värdepappersmarknaden. Blankning skapade vidare enligt propositionen förutsättningar för en högre likviditet och en effektivare prissättning. En effektivare prissättning var möjligt genom att fler kunniga bedömare vid varje tidpunkt hade möjlighet att uttrycka sin uppfattning om priset på ett värdepapper.<sup>76</sup>

Den 1 augusti 1991 blev blankning tillåtet för alla aktörer på den svenska marknaden genom att lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument upphävde fondkommissionslagen. Enligt lagen (1991:981) om värdepappersrörelse skulle finansinspektionen fortfarande bevilja tillstånd till bl.a. banker och fondkommissionsbolag att bedriva värdepappersrörelse. Tillstånd gavs i november 1991.<sup>77</sup>

Den 6 februari 1992 kom ett förhandsbesked från skatterättsnämnden som meddelade att det, skattemässigt, inte skulle anses vara avyttring om ett aktielån var på mindre än ett år. Detta var en viktig fråga och ett hinder som nu hade lösts. En del aktörer anser detta vara det egentliga startskottet för verksamheten kring aktielån i Sverige.<sup>78</sup>

## 4.2 Reglering

Aktielån och blankning regleras först och främst i LHF och LVR. Vid sidan om dessa aktualiseras Finansinspektionens föreskrifter om handel med tjänster på värdepappersmarknaden (FFFS 1998:21) och ett antal rekommendationer från Svenska Fondhandlareföreningen. Dessa rekommendationer omfattar alla typer av värdepapperslån och innehåller bl.a. förslag till avtal, ramavtal, avräkningsnota och säkerhetskrav.<sup>79</sup>

Som framgått under kap 3.3.2 finns det även en skatterättslig lagstiftning, men denna kommer inte att utvecklas vidare.

---

<sup>76</sup> Prop. 1990/91:142 s. 65, 99 ff.

<sup>77</sup> Ek s. 11.

<sup>78</sup> Ek s. 11.

<sup>79</sup> Ek s. 18.

#### **4.2.1 Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument**

LHF innehåller grundläggande bestämmelser om handel med fondpapper och andra finansiella instrument. Lagen omfattar alla marknadsaktörer och ger allmänna regler för handeln. LHF innehåller bl.a. regleringar för prospekt, offentliggörande av aktieinnehav, tillsyn och avräkning.<sup>80</sup>

I lagens tredje kapitel regleras förfoganden över finansiella instrument som tillhör någon annan, d.v.s. lån av värdepapper. I 3 kap. 1 § stadgas att:

”Om ett företag som står under tillsyn av Finansinspektionen vill ingå avtal med ägaren till ett finansiellt instrument om att företaget skall ha rätt att förfoga över det finansiella instrumentet för egen räkning, skall avtalet slutas skriftligen i en för ändamålet särskilt upprättad handling som i någon läsbar och varaktig form är tillgänglig för parterna. Detsamma gäller om företaget medverkar till ett sådant avtal mellan andra parter. Det förfogande som avses skall anges noggrant.”

Detta innebär att i de fallen av förfogande över någon annans värdepapper krävs ett särskilt avtal. Detta förfogande måste anges noggrant. Om syftet med värdepapperslånet är blankning skall således detta anges i avtalet. Bestämmelsen är enbart tillämplig på avtal som företag under FI:s tillsyn sluter eller medverkar till.<sup>81</sup>

Denna bestämmelse infördes samtidigt som blankningsförbudet togs bort. I prop. 1990/91:142 påpekades att blankning inte fick släppas helt fritt utan var tvungen att omgärdas med vissa bestämmelser. Eftersom blankning kan innefatta ett stort risktagande ansågs det viktigt att långivarens intressen tillvaratas på ett korrekt sätt. Därför var innehållet i den skriftliga överenskommelsen av stor betydelse.<sup>82</sup>

I lagens 3 kap. 4 § stadgas att regeringen eller FI har rätt att meddela föreskrifter om villkor för sådana avtal som avses i 3 kap. 1 §. FI har som nämnts ovan givit ut föreskrifter på området.

#### **4.2.2 Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse**

LVR innehåller regler för aktörerna som bedriver verksamhet på värdepappersmarknaden. Begrepp som värdepappersrörelse, värdepappersinstitut och värdepappersbolag definieras. Vidare återfinns regler om t.ex. kommissionshandel, värdepappersförmedling, egendomsförvärv, kreditgivning och marknadsövervakning.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> Rydén, Rydin s. 16.

<sup>81</sup> Rydén, Rydin s. 35.

<sup>82</sup> Prop. 1990/91:142 s. 148, 99 ff.

<sup>83</sup> Rydén, Rydin s. 17.



Lagens 1 kap. 2 § definierar värdepappersrörelse som en verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla tjänster. Dessa tjänster är enligt 1 kap. 3 §:

1. Handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn;
2. Förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller i annat fall medverkan vid transaktioner avseende sådana instrument;
3. Handel med finansiella instrument för egen räkning;
4. Förvaltning av någon annans finansiella instrument; och
5. Garantigivning eller annan medverkan vid emissioner av fondpapper eller erbjudanden om köp eller försäljning av finansiella instrument som är riktade till en öppen krets.

Finansinspektionen måste enligt samma paragraf ge tillstånd till de som avser driva värdepappersrörelse. Definitionen av paragrafens andra punkt omfattar även de fall där förmedling av lån sker mellan låntagare och långgivare. Den medverkan som åsyftas är de fall där affärsidén är att låna aktier i eget namn för att sedan låna vidare dessa till någon som har blankningsaffärer som avsikt. Vid tillämpning av LVR måste även hänsyn tas till FI:s föreskrifter om handel och tjänster på värdepappersmarknaden.<sup>84</sup>

### **4.2.3 Finansinspektionens föreskrifter**

Finansinspektionens föreskrifter om handel och tjänster på värdepappersmarknaden (FFFS 1998:21) innehåller i det andra kapitlet regler rörande värdepapperslån. Enligt 1 § skall ett värdepapperslån bestå av avtal och avräkningsnota. Den andra paragrafen räknar upp ett antal uppgifter som skall finnas med i avtalet. Dessa uppgifter rör främst säkerheterna ställda av låntagaren. Vidare stadgar 3 § att ändamålet med värdepapperslånet måste anges noggrant. Detta innebär liksom under 4.2.1 att om låntagaren t.ex. avser att använda värdepapperslånet till blankning måste detta framgå av avtalet.

Det har under 1.1 framgått att värdepapperslån inte får ske utan ställande av säkerhet. I föreskriftens 4 § framgår att låntagarens skyldighet att ställa säkerhet skall bedömas utifrån de regler som gäller vid kreditgivning. Som säkerhet får endast användas kontanter, finansiella instrument, bankgarantier eller garantier av försäkringsbolag. Derivat får däremot inte användas som säkerhet.

### **4.2.4 Svenska fondhandlareföreningens allmänna villkor**

Svenska Fondhandlareföreningen bildades 1908 och är en samarbetsorganisation för företag som bedriver värdepappershandel i Sverige. Enligt stadgarna skall föreningen ta tillvara medlemmarnas

---

<sup>84</sup> Prop. 1990/91:142 s. 108 f.

intressen. En av föreningens viktigaste uppgifter är att ge ut regler, avtal och rekommendationer för sina medlemmar.<sup>85</sup>

Innan en blankare kan låna aktier måste denne skriva på ett ramavtal som reglerar grundläggande bestämmelser för lånet. Svenska fondhandlareföreningen har givit ut avtalsvillkor på detta område. Dessa är emellertid inte bindande, utan kan ses som ett modellavtal. Svenska fondhandlareföreningen har framfört åsikten att avtalen ger uttryck för gängse modell.<sup>86</sup> Detta skulle innebära att vissa justeringar kan göras av de respektive medlemmarna, men att detta i praktiken inte förekommer i större utsträckning.<sup>87</sup>

Av intresse för värdepapperslån är föreningens ”Allmänna villkor för värdepapperslån”. Det finns en version för banker och en för kunder. Avtalet innehåller regler om bl.a. avslut och avräkning, äganderättsövergång, löptid, säkerhet och premie. I båda avtalens 4 p stadgas att:

”Parterna är införstådda med att äganderätten till utlånade Värdepapper övergår från Långgivaren till Låntagaren och att Långgivarens äganderätt ersätts med en fordran på Låntagaren att återfå utlånade Värdepapper av samma sort och kvantitet. Såvitt gäller aktier innebär äganderättsövergången bl.a. att rösträtten till aktierna ej längre tillkommer Långgivaren, förutom beträffande rösträtt i svenska avstämningsbolag som tillkommer denne på grund av att han fortfarande finns upptagen som aktieägare i sådan utskrift av aktieboken som avses i 3 kap. 13 § andra stycket aktiebolagslagen (1975:1385).”

De rättigheter och skyldigheter som är knutna till aktieinnehavet överförs således på låntagaren i form av ny ägare. Som huvudregel gäller att rösträtten inte längre tillkommer långgivare utan förs över på låntagaren. Genom en bestämmelse i p 8 är det emellertid möjligt för långgivaren att ge låntagaren instruktioner. Detta gäller enbart om det under löptiden inträffar en händelse som kan påverka långgivarens rätt efter det att löptiden har gått ut.

Av 5 p framgår att om inget annat har överenskommit är ändamålet med värdepapperslånet vidareleverans p.g.a. försäljning eller blankning. Om det är ett annat ändamål måste detta avtalas särskilt. Löptiden regleras i 7 p och säger att om inget annat avtalats gäller löptiden tillsvidare. Långgivaren får enligt samma punkt när som helst säga upp värdepapperslånet och begära tillbaka aktierna inom tidigast sex bankdagar. Låntagaren kan emellertid säga upp aktielånet för upphörande påföljande bankdag.

Enligt 9 p skall, om inget annat avtalats, låntagaren ersätta långgivaren den avkastning som utfaller på värdepappret. Vidare uppställs i 10 p villkor om bl.a. emissioner och fusioner som inskränker låntagarens

---

<sup>85</sup> <http://www.fondhandlarna.se>.

<sup>86</sup> En mindre undersökning av marknaden, från författarens sida, har konstaterat att många av aktörernas egna avtal till stor del har liknande innehåll som modellavtalet från Svenska fondhandlareföreningen.

<sup>87</sup> Telefonkontakt med Svenska Fondhandlareföreningen 15/11 2002.

förfogandemöjligheter. Den äganderätt som överförs på låntagaren i avtalets 4 p kan vid en helhetssyn sägas vara en villkorad äganderätt.

#### 4.2.5 Statistik över aktielån

Efter en del kritik och debatt kring aktielån och blankning införde Stockholmsbörsen i maj 1993 en veckovis publicerad statistik över antalet aktier som var utlånade. Detta skedde i samråd med Finansinspektionen och Svenska Fondhandlareföreningen. Den ursprungliga modellen till hur statistiken gavs togs fram av Svenska Fondhandlareföreningen. Finansinspektionen gav sedan Stockholmsbörsen i uppdrag att inhämta denna information från sina medlemmar.<sup>88</sup>

Det finns varken i avtalet mellan Stockholmsbörsen och dess medlemmar eller i börsens regelverk ett direkt stadgat krav för medlemmarna att tillhandahålla denna statistik. Rapporteringsskyldigheten kan istället liknas vid ett muntligt avtal. Rapporteringen innebär att enbart Stockholmsbörsens svenska medlemmar är skyldiga att rapportera sina aktielån. Stockholmsbörsen sammanställer sedan uppgifterna och tillhandahåller dessa i lättillgänglig form.<sup>89</sup>

Svenska Fondhandlareföreningen publicerade i september 1995 en rutinbeskrivning för värdepappersinstitutens rapportering till Stockholmsbörsen. Värdepappersinstitutet anger antalet utlånade aktier, per aktieslag, för gruppen mest omsatta aktier. Med utlånade aktier avses även de som lånats ut inom den egna organisationen. Det kan t.ex. vara för täckande av leveransförseningar. Antalet aktier som är utlånade skall även inkludera aktier som har lånats ut genom förmedling men inte tagits upp på balansräkningen. Utlåning eller förmedling till annat värdepappersinstitut eller börs skall emellertid alltid exkluderas. De lämnade uppgifterna skall visa värdepappersinstitutets förhållande vid slutet av den sista bankdagen i varje vecka. Rent praktiskt skickas uppgifterna till Stockholmsbörsen via fax senast kl. 15.00 bankdagen efter avstämningsdagen. Uppgifterna kan även registreras elektroniskt via datorsystemet senast kl. 9.00 andra bankdagen efter avstämningsdag. Bara de värdepappersinstitut som har något att rapportera behöver göra detta.<sup>90</sup>

---

<sup>88</sup> SOU 1993:114 s. 234 f; Telefonkontakt med Svenska Fondhandlareföreningen 15/11 2002.

<sup>89</sup> Ek s. 11; Telefonkontakt med Stockholmsbörsen 13/11 2002.

<sup>90</sup> <http://www.fondhandlarna.se>.

# 5 Begränsning av blankning i USA

För att begränsa möjligheten till blankning har SEC och NASD antagit specifika regler. Den första är "the Uptick rule" från SEC och gäller för värdepapper registrerade på de nationella värdepappersbörserna. För värdepapper som handlas vid NASDAQ heter den begränsande regeln "the Bid Rule". Denna regel har skapats av NASD.<sup>91</sup>

Vid sidan om dessa finns det ett antal andra regler som aktualiseras vid blankning. Dessa berör emellertid inte den direkta inskränkningen av blankningstransaktionen och kommer inte att redogöras för ytterligare.<sup>92</sup>

## 5.1 SEC regel 10a-1

Avdelning 10a av "the Securities Exchange Act" bemyndigar SEC att reglera blankning av värdepapper som är registrerade på en nationell värdepappersbör. Efter att ha utfört en undersökning om effekterna av blankning vid den skakiga marknaden 1937 införde SEC regel 10a-1. Kärnan av denna regel är oförändrad än idag.<sup>93</sup>

Paragraf a i regel 10a-1, som motsvarar regel 440b hos NYSE och regel 7 hos AMEX, täcker blankning av alla värdepapper som är registrerade vid en nationell värdepappersbör. Ett antal undantag finns, t.ex. för värdepapper som inte är registrerade vid en sådan bör och de flesta transaktioner som utförs på NASDAQ.<sup>94</sup>

Regel 10a-1 stadgar, med vissa undantag, att ett noterat värdepapper får blankas:

1. Till ett pris som är högre än priset på den direkt föregående affären (uptick) eller;
2. Till det senaste försäljningspriset om detta är högre än det senast avvikande priset (zero uptick eller zero plus tick).

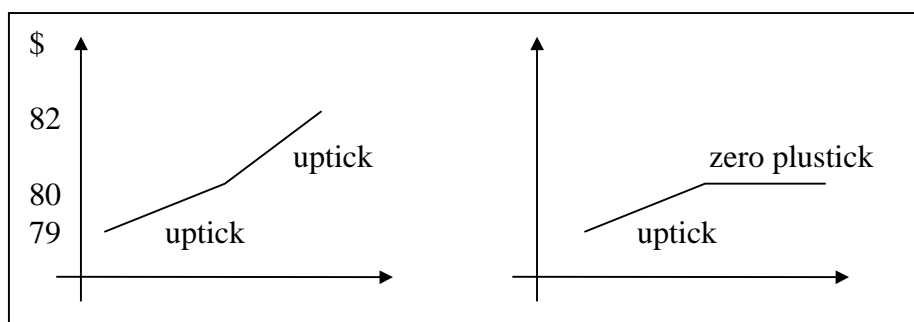
---

<sup>91</sup> <http://www.exptrader.com/shorting.html>.

<sup>92</sup> Som exempel kan nämnas SEC 10a-2, som kräver att en mäklarfirma, som själv blankar eller låter sina kunder blanka, först undersöker att den aktuella aktien verkligen kan lånas, eller att leverans av aktien kan ske på det överenskomna datumet. En annan regel är "the T-Rule", som är en täckningsregel. Den säger i stora drag att en deposition måste läggas som uppgår till 50% av försäljningspriset plus 100% av intäkterna.

<sup>93</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.1.

<sup>94</sup> T.ex. NASDAQ.



Som huvudregel är det således inte tillåtet att blanka till ett pris som är lägre än priset på den direkt föregående transaktionen. Det är inte heller tillåtet att blanka till det senaste försäljningspriset om detta är lägre än det senast avvikande priset. Denna reglering är även känd under benämningen "the tick test".<sup>95</sup>

SEC antog "the tick test" efter att ha övervägt effekterna av blankning i en marknad med negativ trend. Tre målsättningar skulle uppfyllas i samband med antagandet:<sup>96</sup>

1. Tillåtelse av en relativt icke-restriktiv blankning i en framåtsträvande marknad;
2. Förhindrande av blankning till successivt lägre priser. Detta skulle därmed eliminera blankning som ett verktyg för att driva ner marknaden; och
3. Förhindrande att blankare från att påskynda en redan negativ marknad genom att uttömma alla återstående bud vid en prisnivå. Detta skulle successivt orsaka lägre priser av de långsiktiga säljarna.

Dessa målsättningar fortsätter att vara grunden för regel 10a-1 och representerar SEC:s mål att förhindra blankning som ett verktyg för att manipulera eller trycka ned värdepappersmarknaden. Detta gäller oavsett blankarens avsikt.<sup>97</sup>

Förutom att ett antal aktiviteter är undantagna från regleringen<sup>98</sup> har SEC tillåtit undantag i specifika situationer där bedömningen gjorts att möjligheten till missbruk inte finns.<sup>99</sup>

<sup>95</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.1.

<sup>96</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.1.

<sup>97</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.1.

<sup>98</sup> Se vidare under regel 10a-1a punkterna 1-13.

<sup>99</sup> Regel 10a-1f; Exempel på fall: Brev rörande Instinet Corporation Crossing Network, [1992] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 76,290 (July 1, 1992); Brev rörande Portfolio System for Institutional Trading, [1991-1992] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 76,097 (31 december 1991); Brev rörande Off-Hours Trading by the Amex, [1991] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 79,802 (August 5, 1991); Brev rörande Operation of Off-Hours Trading by the NYSE, [1991] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 79,736 (June 13, 1991); Brev rörande Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. (17 december 1986), publicerad med ändringar i Securities Exchange Act Release No. 27938 (23 april 1990), 55 FR 17949 (Merrill Lynch Letter).

## 5.2 NASD regel 3350

1986 beställde NASD en studie av blankning på NASDAQ. Denna studie kom fram till att ett införande av restriktioner som "the tick test" för värdepapper hos NASDAQ skulle vara ett hinder för handeln. NASD föreslog istället en blankningsregel som täckte s.k. NMS värdepapper.<sup>100</sup> 1994 godkände SEC den föreslagna regeln som fick namnet NASD Rule 3350. Regeln är även känd som "the Bid Rule".<sup>101</sup>

NASD Rule 3350 förbjuder blankning av värdepapper hos Nasdaq till samma eller under det för närvarande bästa budet om detta bud är lägre än det föregående bästa budet. Regeln innehåller vissa undantag för specifika aktörer samt undantag som liknar de i ovannämnda regel 10a-1.<sup>102</sup>

1996 tog NASD fram en studie rörande den ekonomiska innebörden av regel 3350. Studien kom fram till att regeln var effektiv att begränsa blankningsaktiviteter vid stora nedgångar i pris och hade ingen motsatt effekt på marknadskvaliteten. Regel 3350 hade uppfyllt de uppställda målen, d.v.s. att förhindra en ökad blankning vid sjunkande priser utan att den normala blankningshandeln påverkats nämnvärt.<sup>103</sup>

## 5.3 Statistik över aktielån

NYSE, AMEX och NASDAQ ger varje månad ut rapporter för alla aktier som är föremål för blankning. NASD har även utarbetat en specifik regel för detta ändamål, regel 3360. Informationen som tillhandahålls innehåller uppgifter om medlemmarnas totala blankningspositioner samt en sammanställning för varje individuellt värdepapper.<sup>104</sup>

## 5.4 Studie, utredning och rapport

### 5.4.1 SEC:s specialstudie från 1963

1963 inkluderade SEC en undersökning av blankning i ett svar till Kongressens krav på en studie av värdepappersmarknaden. En avsikt med studien var att bestämma relationen mellan förändringar i blankningspositioner och efterföljande pristrend. Studien observerade att

---

<sup>100</sup> Nasdaq National Market System (NMS) värdepapper är värdepapper som uppfyller en rad standardiserade kriterier som liknar de för vanliga börser. Dessa värdepapper skiljs från värdepapper som handlas på Nasdaq SmallCap marknaden.

<sup>101</sup> NASD Manual s. 592 ff. ; SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.2.

<sup>102</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.1.

<sup>103</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt B.2; Studien heter "The Economic impact of the Nasdaq Short Sale Rule", och är framtagen 1996 av D. Timothy McCormick och Lorraine Reilly.

<sup>104</sup> <http://www.amextrader.com>; <http://www.nyse.com/press/prshortinterest.html>; [http://www.nasdaqtrader.com/asp/short\\_interest.asp](http://www.nasdaqtrader.com/asp/short_interest.asp); Jfr även att SEC i regel 10a-1c kräver att det måste anges om en transaktion är en blankning eller inte.

förhållandet mellan antalet blankningar och den totala volymen ökade i en negativ marknad. Slutsatsen var att dess blankningsregel inte förhindrade de skadliga effekterna av blankning, vilket egentligen var avsikten. Studien rekommenderade även förbättringar i insamlandet av blankningsstatistik.<sup>105</sup>

## 5.4.2 SEC:s offentliga utredning från 1976

SEC beställde 1976 en offentlig utredning och föreslog införandet av tillfälliga regler för blankning. SEC sade att dessa handlingar hade för avsikt att vara ett första steg i en grundlig och omfattande ny granskning av regelverket kring blankning. Granskningen skulle utföras i ljuset av en marknad och lagstiftare i förändring samt ge en grund för offentlig diskussion av frågorna.<sup>106</sup>

Dessa förslag skulle tillåta SEC att samla in data rörande effekterna av oreglerad blankning på marknaderna. Utredningen noterade problemen i form av otillräcklig data som specialstudien från 1963 hade att röra sig med. Det tillades även att tillgängligheten av data rörande blankning fortfarande var för inadekvat för att kunna dra meningsfulla slutsatser om de generella effekterna av blankning eller effektiviteten av blankningsregleringen. SEC ansåg att det var möjligt att ingen avgörande statistisk bevisning om de kortsiktiga och långsiktiga effekterna av blankning kunde samlas in så länge regel 10a-1 begränsade blankning. Det föreslogs därför att regeln upphävdes på något sätt och att det temporärt skulle införas alternativa regler.<sup>107</sup>

SEC mottog 12 svar på förslaget. Åtta av dessa, inklusive de från NYSE och AMEX, motsatte sig starkt ett upphävande av "the tick test". Den allmänna åsikten mot förslaget vara att blankningsregleringen gav ett viktigt skydd för investerare, vilket inte skulle tas bort. NYSE ansåg att de föreslagna förändringarna skulle få flera skadliga konsekvenser:<sup>108</sup>

- Större prisändringar under handelsdagen;
- Underläge för publika kunder som inte kunde ta tillbaka sin köporder med limit innan de professionella aktörerna blankade;
- Accelererande prisnedgångar och ökad volatilitet;
- Förvriddning inom marknader; och
- Försämrad marknadslikviditet.

SEC tog tillbaka sitt förslag 1980 mestadels p.g.a. av marknadens starka motsättning.<sup>109</sup>

---

<sup>105</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.1; Utredningen heter "*Securities and Exchange Commission, Report of Special Study of Securities Markets, H.R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st Sess. 247 (1963)*".

<sup>106</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.2.

<sup>107</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.2.

<sup>108</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.2.

<sup>109</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.2.

### 5.4.3 Kongressens rapport från 1991

Kongressen släppte 1991 en rapport om blankning. Rapporten kom fram till att effekterna av blankning på värdepappersmarknaderna inte var allmänt förstådda och konstaterade att effektiviteten av den nuvarande regeln var ifrågasatt. Dessutom fanns åsikter om huruvida det var meningsfullt att implementera liknande regler för handeln på NASDAQ.<sup>110</sup>

Rapporten gjorde ett antal intressanta iakttagelser och rekommendationer, bl.a. att:<sup>111</sup>

- Blankning spelar en viktig och konstruktiv roll i aktiemarknaden;
- ”The tick test” fungerar som en prisstabiliserande kraft och borde behållas;
- Reglering över blankning borde utvidgas till NASDAQ;
- Många klagomål rörande blankning är inte välgrundade och kan vara resultatet av dålig förståelse av blankning;
- Ett mönster av oriktig och destruktiv ryktesspridning, riktat speciellt mot företag inom värdepappersbranschen av vilka några med avsevärda blankningspositioner, förefaller existera;
- En stor del av problemet med värdepapper som är måltavlan för blankare är den psykologiska missuppfattning att blankare innehar mycket högre manipulativa krafter än i verkligheten;
- En metod för insamling av dagliga blankningsaktiviteter och veckovisa blankningsdata från mäklare borde utvecklas och denna information borde vara tillgänglig till marknaden i sammanlagd form; och
- Kongressen borde anta ett rapporteringstvång för stora individuella blankningspositioner.

Efter rapporten skedde ett antal förändringar som till viss del åtgärdade en del av kritiken. NASD antog som ovan framgått en blankningsregel som täckte värdepapper hos NMS. Både NYSE och NASD antog regler som tvingade medlemmar att rapportera data om deras blankningsaffärer. 1991 publicerade även SEC ett s.k. ”Concept release”<sup>112</sup> och bad om kommentarer om rapporteringen av blankning. Konceptet ledde emellertid inte till några åtgärder.<sup>113</sup>

---

<sup>110</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.3; Rapporten heter ”*Short-Selling Activity in the Stock Market: Market Effects and the Need for Regulation*”.

<sup>111</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.3.

<sup>112</sup> SEC publicerar vid vissa tillfällen ”Concept releases” för att undersöka allmänhetens åsikter om värdepappersfrågor. En anledning är att bättre kunna utvärdera behovet av framtida lagstiftning. Kommentarer skickas in via e-post eller vanlig post och publiceras sedan elektroniskt eller i tryckt form.

<sup>113</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt C.3.



## 5.5 Krav på ändring

Trots alla studier, rekommendationer och rapporter har grunddragen i regel 10a-1 förblivit oförändrade i omkring 60 år. Ifrågasättandet av regelns verkan och kraven på en ändring har emellertid inte minskat. Som grund har anförts att marknaden har förändrats och att behovet av regeln i dess nuvarande form har minskat. Bland annat har de nationella värdepappersbörserna en hög nivå av transparens och reglerad övervakning. Transparensen hjälper marknadsaktörerna att övervaka och värdera rörelser på marknadspriset, vilket begränsar möjligheten att blankning påverkar priser på ett ojämnt sätt. De självreglerande organisationerna har också sofistikerad övervakningsteknologi som tillåter dem att övervaka marknadsaktiviteten i realtid. Denna övervakning reducerar risken för oupptäckt manipulation och tillåter regelstiftarna att övervaka de typer av aktiviteter som regel 10a-1 är avsedd att hindra.<sup>114</sup>

För att tillgodose utvecklingen har SEC t.ex. beviljat ett antal undantag från regel 10a-1. Antalet begäran om undantag har ökat, vilket enligt bedömare kan tyda på att blankningsregleringen har blivit oskäligt betungande och möjligtvis olämplig för de nuvarande och framtida marknaderna.<sup>115</sup>

## 5.6 SEC Concept release 1999

SEC har i ytterligare ett ”Concept release” från 1999 begärt synpunkter från marknadens aktörer och allmänheten angående den gällande regleringen av blankning. I konceptet presenteras åtta olika förslag till reglering av blankning:<sup>116</sup>

1. Upphävande av den gällande blankningsrestriktionen när värdepappret eller marknaden är ovanför ett tröskelvärde;
2. Införande av ett undantag för högt omsatta värdepapper;
3. Fokusering av blankningsrestriktioner på vissa marknadshändelser och handelsstrategier;
4. Undantag från blankningsrestriktionen för transaktioner rörande hedging;
5. Genomgång av blankningsrestriktionen som ett led av marknadens utveckling;
6. Revision av definitionen av blankning;
7. Utökande av blankningsregeln till värdepapper registrerade på andra börser; och
8. Borttagande av regel 10a-1.

Konceptet fastslår att ett av målen med blankningsregleringen är att tillåta en relativt fri blankning vid en stigande marknad. Den gällande regeln i 10a-

---

<sup>114</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt D.

<sup>115</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt D.

<sup>116</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt I.

1 gäller emellertid för alla marknadssituationer. Således existerar restriktionerna i en stigande marknad. Detta innebär att kurserna skulle kunna stiga mer än om blankning hade varit oreglerad. SEC:s första förslag är därför att upphäva "the tick test" när priset på ett värdepapper är ovanför en viss gräns. Exempel på hur denna gräns bestäms kan vara utifrån föregående dags stängningskurs eller utifrån en viss procentuell nedgång.<sup>117</sup>

Några av SEC:s regler förutsätter att värdepapper med hög likviditet är mer motståndskraftiga mot manipulation och missbruk än värdepapper med låg likviditet. Det finns exempelvis en regel med undantag för värdepapper som har ett värde på minst 150 miljoner dollar och en genomsnittlig omsättning på minst 1 miljon dollar. En liknande reglering skulle enligt konceptet kunna vara effektivt vid reglering av blankning.<sup>118</sup>

Vissa tillfällen på marknaden och vissa strategier rörande handel kan leda till att ett värdepapper är mer utsatt för missbruk av blankning. Vid t.ex. en förestående sammanslagning eller uppköp kan utsattheten vara större. Under handelsdagen finns det även tillfällen där det gäller att vara uppmärksam på manipulering. Konceptet lägger som följd av detta fram möjligheten att fortsätta reglera eller helt förbjuda blankning vid dessa tillfällen.<sup>119</sup>

Blankning är idag en vanligt förekommande del av komplexa strategier rörande en rad sofistikerade finansiella instrument. Som nämnts under 3.1 är hedging en sådan strategi. Som det ser ut idag omfattas dessa strategier fullt ut av regleringen. Regel 10a-1 kan öka transaktionskostnaderna och leda till onödvändig ineffektivitet eftersom ett tillfälle för "uptick" måste inväntas innan blankning kan ske. Riskerna med dessa strategier kan således öka som en konsekvens av regeln. Konceptet lyfter i detta fall alternativet att undanta t.ex. hedging från blankningsregleringen.<sup>120</sup>

Konceptets sista och mest långtgående förslag är att ta bort regleringen helt och enbart lita på regleringen mot bedrägeri och manipulation för att komma åt manipulativ blankning. De finns dock starka röster både för och emot. En skola anser att en oreglerad blankning kan leda till missbruk som påverkar marknadspriserna på värdepapper. Statistik om detta är emellertid knapphändig. Som kontrast mot detta anser vissa att en reglering av blankning hindrar marknaden från att återspegla ett värdepappers sanna värde. Vid ett borttagande av denna regel skulle blankning enbart vara underkastad protokollföring, rapporter och en generell reglering mot manipulation och bedrägeri.<sup>121</sup>

---

<sup>117</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt IIA.

<sup>118</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt IIB.

<sup>119</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt IIC.

<sup>120</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt IID.

<sup>121</sup> SEC Concept release nr 34-42037 avsnitt III.

# 6 Begränsning av blankning i Storbritannien

## 6.1 Reglering

De som är sysselsatta med värdepapperslån i Storbritannien övervakas generellt sett av FSA. Dessa aktörer är underkastade FSA:s regelhandbok och reglerna i FSMA. Mest intressant i förhållande till aktielån och blankning är FSA:s regler om professionellt uppförande och FSMA:s regler om marknadsmissbruk. Vidare måste uppmärksammas reglerna i "the Stock Borrowing and Lending Code of Guidance" som tagits fram av kommittén över aktielån. Denna kommitté omfattar marknadens aktörer, inklusive en representant från FSA, och leds av centralbanken.<sup>122</sup>

Den ovanstående regleringen inskränker emellertid inte direkt möjligheten till blankning som fallet är i USA. Dessa regler faller således utanför arbetets område och kommer inte att redogöras för ytterligare. Eftersom Storbritannien inte har en reglering som direkt inskränker blankningen eller kontrollerar blankningstransaktionen kan landet regleringsmässigt sägas befinna sig i en liknande situation som Sverige. Trots att det inte finns en direkt reglering har det emellertid skett en hel del utvecklingsarbete från FSA:s sida.<sup>123</sup>

## 6.2 FSA:s ståndpunkt

### 6.2.1 Allmänna tendenser

FSA har uppmärksammat debatten kring aktielån och blankning i rapporter, utredningar och diskussioner. Den ståndpunkt som FSA representerar framträder genom dels ett tal från FSA:s ordförande, Howard Davies, den 25 juli 2002 och dels en konferens den 12 september 2002 som FSA anordnade.

Avsikten med konferensen var att bjuda in till diskussion kring blankningsinstrumentet i praktiken och möjligheten till ökad insyn i förfarandet. Konferensen besöktes bl.a. av hedgefonder, mäklare och värdepappersutlånare. FSA:s ordförande konstaterade att organisationen ser blankning som vilken annan investeringsverksamhet och att bevis inte lagts fram för en restriktion eller ett förbud av blankning. Organisationen var emellertid mer villig att öka informationsflödet till marknaden vad gäller nivån av blankning eller åtminstone verksamheten kring aktielån. Ett antal

---

<sup>122</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/markets/slr.htm>;  
<http://www.bba.org.uk/public/corporate/35471/53291>.

<sup>123</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 15.

förslag till blankningsproblematiken lades fram, men konferensdeltagarna kunde inte komma fram till ett avgörande i frågan. Däremot kunde deltagarna enas om ett antal viktiga punkter som publicerats av FSA:<sup>124</sup>

- Blankning var ett ämne som väckt stor uppmärksamhet på sistone och var värd en vidare diskussion.
- Ingen favoriserade vare sig förbud eller restriktioner av blankning. Den generella åsikten var att blankning förbättrar likviditeten på marknaderna.
- Ett stort antal deltagare talade för en ökad transparens av blankning. Deltagarna var överens om att FSA och marknadsaktörerna var tvungna att fastställa vem den ökade informationen var avsedd för och vilken information som skulle vara värdefull innan ett utvärderande av de olika möjligheterna kunde göras.

Vid talet utvecklades FSA:s ståndpunkt. Det konstaterades att omgivningen hade framfört önskemål om olika sorters regleringar för blankning. Förutom ett rent förbud hade förslag om lagstiftning med USA som förebild lagts fram. Andra förslag var en Tobinskatt<sup>125</sup> och ökad öppenhet. För att bättre kunna uppskatta dessa alternativ lade Mr Davies fram ett antal empiriska data. Siffrorna, som var en uppskattning, visade att även om börsen fallit snabbt hade volymen av aktielån inte ökat nämnvärt sett i relation till tidigare år. Volymen aktielån låg kring 2 procent av den totala handelsvolymen på FTSE100<sup>126</sup>. En färsk rapport kunde inte heller finna ett statistiskt samband mellan ändringen i volymen av aktielån och priset för aktierna på FTSE100. Samma studie hade emellertid funnit ett samband mellan stora förändringar i aktielån i medelstora företag och dess aktiepris. Dessa priser hade emellertid inte fallit snabbare än aktierna på FTSE100. Mr Davies framförde att det var svårt att se hur blankning kan påverka priser över en längre period. Att helt och hållet förbjuda blankning var därför inte aktuellt dels p.g.a. den roll FSA anser att blankning har för likviditeten och att inga andra större marknader vidtagit liknande åtgärder. Möjligheten att införa regler som de i USA föreföll inte heller vara aktuellt. Anledningen till detta var att marknaderna i USA trots reglering fallit minst lika mycket som FTSE100. Att införa en "uptick" regel skulle inte nödvändigtvis reducera volatiliteten.<sup>127</sup>

Synen att en ökad transparens är en lösning på problemet kring blankning delas även av centralbanken i Storbritannien.<sup>128</sup>

---

<sup>124</sup> Financial Services Agency: *FSA hosts roundtable on short selling*, London 2002.

<sup>125</sup> Grundtanken med en Tobinskatt är att gränsöverskridande valutatransaktioner skall beskattas och att inkomsterna från denna skall användas som bistånd till u-länder. Skatten är uppkallad efter James Tobin som först lade fram förslaget.

<sup>126</sup> Londonbörsens 100 mest omsatta aktier.

<sup>127</sup> Financial Services Agency: *FSA proposes greater disclosure re short selling*, London 2002.

<sup>128</sup> <http://news.independent.co.uk/business/news/story.jsp?story=325955>.

## 6.2.2 Artikel och diskussion från oktober 2002

Arbetet från FSA mynnade i oktober 2002 ut i en omfattande artikel om blankning. I denna artikel undersöks hur blankning praktiseras på värdepappersmarknaderna i Storbritannien, blankningens roll på marknaden och regleringsmässiga faktorer kring marketns förtroende och skydd av investerare. FSA konstaterar inledningsvis att de största förbättringarna kan göras inom främst inom området transparens. Därmed fastslår FSA den tidigare framförda åsikten att ett förbud av blankning eller reglering av blankningstransaktionen inte är nödvändigt eller önskvärt. De motiveringar som framförts vid talet och konferensen ovan är i princip de samma. Det som är av stort intresse är emellertid att det i artikelns 5 kap presenteras ett antal konkreta alternativ till hur en förbättring av transparens kring blankningstransaktionen kan ta form. De viktigaste alternativen är:<sup>129</sup>

1. Total genomlysning av blankningspositioner
2. Statistik över aktielån
3. Genomlysning av blankning över en viss gräns
4. Direktörers avslöjande av sina blankningspositioner

Alternativet med en total genomlysning av alla blankningsaffärer medför ett antal fråge- och problemställningar. Det första problemet rör vilka värdepapper och vilka transaktioner som skall redovisas. Skall alla värdepapper som finns på t.ex. FTSE-index redovisas eller bara ett fåtal? Det andra problemet är en avvägning mellan kostnaderna och fördelarna. Ett omfattande informationssystem medför onekligen höga kostnader i form av avancerade system. Dessa kostnader skall sättas i relation till de fördelar marknaden får i form av ökad information och eventuellt lägre volatilitet. Det sista problemet är om ett informationssystem som uppfyller dessa krav går att genomföra. Denna fråga är mest aktuell för de aktörer som arbetar på det internationella planet och inte enbart inom ett visst land. Att koordinera redan befintliga system både inom en stor organisation och utåt mot marknaden kräver mycket arbete och stora resurser.<sup>130</sup>

Förslaget att redovisa statistiken över aktielån motsvarar i stora drag systemet som Sverige redan har. Genom att redovisa statistik över aktielån är förhoppningen att detta leder till en ökad genomlysning av blankningstransaktionerna. Ett halvfärdigt system för statistik av aktielån finns redan i Storbritannien och en implementering av detta fullt ut skulle inte medföra alltför höga kostnader. Redovisning av aktielån skulle vidare inte enligt FSA orsaka problem i förhållande till den kommersiella konfidentialiteten, då individuella positioner inte skall kunna identifieras. Eftersom aktielån inte alltid sker i avsikt att blanka kommer statistik över aktielån emellertid aldrig att vara en perfekt måttstock. Den fråga som FSA ställer sig är om det är en måttstock som är tillräcklig för marknaden.<sup>131</sup>

---

<sup>129</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 15, 23 ff.

<sup>130</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 23 f.

<sup>131</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 24 f.

Genom att enbart kräva redovisning vid blankning över en viss gräns skapas en slags mellanlösning av de två redan nämnda förslagen. Denna lösning kan t.ex. aktualiseras om någon lånar 3 % av ett företags aktier. Problemet med detta förslag är främst hur ett sådant system skall utformas och huruvida informationen är tillräcklig.<sup>132</sup>

FSA:s sista förslag är en något annorlunda idé som går ut på att se till att företagsledare tvingas rapportera all blankning av aktier i de företag där de ingår i företagsledningen. Detta kan sägas vara en form av insiderlagstiftning. FSA verkar måna att få in detta under den brittiska insiderlagstiftningen, men det finns inget prejudikat. FSA medger att förslaget i verkligheten inte får någon större genomslagskraft på marknaden eftersom blankning från företagsledare knappast motsvarar en större del av de totala transaktionerna. Istället är förslaget avsett att täppa igen en lucka i lagen.<sup>133</sup>

Vid utvärderingen av dessa alternativ påpekar FSA sammanfattningsvis vikten av att beakta följande kriterier:<sup>134</sup>

- Informationen som görs tillgänglig måste vara användbar för marknaden och så uppdaterad som möjligt. Samtidigt måste erkännas att möjligheten till realtidsdata inte kan tillhandahållas.
- Insamlandet av data skall kunna upprätthållas och inte vara oproportionerligt betungande för marknads aktörer och de som tillhandahåller styrningen av marknaden. Arrangemangen skall kunna användas både i uppåtgående som neråtgående marknader. Dessutom skall en "cost-benefit" analys och proportionalitet uppfyllas.
- Lösningen skall inte innebära ett brott av kommersiell konfidentialitet. En överdriven transparens kan avskräcka blankning, som därmed skulle beröva marknaden de fördelar som blankning för med sig. Vetskap om individuella aktörers blankningspositioner kan riskera deras strategier. Informationen måste samlas in på ett lämpligt och anonymt sätt.

---

<sup>132</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 25 f.

<sup>133</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 26.

<sup>134</sup> Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002, s. 21.

## 7 Sammanfattande diskussion

Den svenska lagstiftningen kontrollerar inte direkt under vilka förutsättningar som blankning får ske. Blankning är emellertid inte helt oreglerad. Det finns bestämmelser både i lagstiftning och i föreskrifter som reglerar det formella förfarandet kring aktielånet. Detta innebär huvudsakligen att ett aktielån måste föregås av ett skriftligt avtal med ett noga angett syfte. Dessa bestämmelser har dock inte för avsikt att begränsa eventuella negativa effekter av blankning, utan är först och främst till för att tillvarata parternas intressen. I förarbeten till både införandet och borttagandet av blankningsförbudet presenterades en rad argument för och emot blankning. Dessa argument berörde, i motsats till dagens debatt, inte främst de ekonomiska konsekvenserna.

Internationellt sett har lagstiftningsarbetet utifrån de ekonomiska aspekterna nått längre. I USA är blankning sedan länge kontrollerat genom lagstiftning och i Storbritannien arbetar FSA aktivt i frågan. Ämnet är emellertid även internationellt omdiskuterat. Detta innebär att det under åren har presenterats en mängd olika alternativ till hur blankningsfrågan ska lösas. Utifrån det analyserade materialet framträder två huvudalternativ. Dessa alternativ är att reglera när blankning får ske eller att se till att genomlysningen av blankning ökar. Att helt förbjuda blankning genom lagstiftning är egentligen ett möjligt alternativ. Det är emellertid få som förespråkar detta och kommer därför inte att beröras vidare.

### 7.1 Direkt reglering

Detta alternativ motsvarar den reglering som finns i USA. Denna reglering inskränker blankningsmöjligheterna och innebär i princip att blankning enbart får ske i en uppåtgående trend. Avsikten med en sådan reglering är att tillåta en relativt fri blankning vid en stigande marknad. Samtidigt skall eventuella negativa konsekvenser vid en neråtgående marknad mildras. Undersökningar inom USA och publikationer från Storbritannien har emellertid presenterat uppgifter som ifrågasätter effektiviteten av regleringen i USA. Dessa lägger fram uppgifter som pekar på att regleringen inte har hindrat att börserna i USA fallit lika mycket, relativt sett, som börserna i länder utan en sådan reglering. Om dessa uppgifter stämmer innebär det att delar av syftet med lagstiftningen i USA inte är uppfyllt.

En direkt reglering av blankning medför vidare kostnader för marknadens aktörer. Dessa kostnader visar sig främst i form av att investeringsstrategier kan fördröjas.

SEC förefaller vara medvetna om att det finns frågetecken och är öppna för andra alternativ. I Storbritannien är FSA av den åsikten att en reglering av denna form för tillfället inte alls är aktuell.

## 7.2 Ökad genomlysning

Ett alternativ till direkt inskränkning av blankningstransaktionen är att införa regler som ökar genomlysning och transparens. Storbritannien, som befinner sig i en liknande situation som Sverige, är genom sitt regleringsorgan FSA en stark förespråkare av detta alternativ. Genom ett ökat informationsflöde tilldelas marknadsaktörer rollen att fullgöra det huvudsyfte som en direkt lagstiftning skulle ha haft.

I USA existerar, vid sidan om regleringen, ett rapporteringssystem som omfattar alla de större börserna. Vilken effektivitet ett rapporteringssystem har på blankning är osäkert. Om de rapporter och undersökningar som anser regleringen i USA vara ineffektiv stämmer, borde detta innebära att rapporteringen i USA också är ineffektiv. En möjlig förklaring till detta kan ha sin grund i utformningen av rapporteringssystemet. Rapporteringen i USA sker månadsvis, vilket antagligen är en alltför lång tidsperiod för att marknadsaktörer skall kunna tillgodogöra sig denna. En ideal rapportering borde ske i realtid, men är antagligen förenad med alltför stora kostnader. En rimligare tidsperiod är rapportering varje dag.

Den information som bör ingå i reglering av genomlysning och transparens är främst information om alla aktörernas aktuella blankningspositioner. Detta innebär inte bara information om vilka aktier som är blankade utan även hur stora volymerna är. Nackdelen med ett rapporteringssystem är kostnaderna, som är svåra att överblicka, och marknadsaktörernas integritet. Ett alternativt innehåll i rapporteringen är statistik över aktielånen. Denna form av rapportering används i Sverige och förespråkas av FSA i Storbritannien. Aktielån kan ge en fingervisning om blankningssituationen men är inte en perfekt lösning. Bara för att en aktie är utlånad behöver det inte innebära att den är blankad. En stor brist med den svenska rapporteringen är att statistiken enbart omfattar svenska medlemmars aktielån av de mest omsatta aktierna på A-listan.

## 7.3 Avslutande reflektion

Om inget görs åt den nuvarande situationen rörande blankning i Sverige kommer kritiken och osäkerheten antagligen att kvarstå vid oroliga tider på börsen. De reella alternativen till en i princip oreglerad blankning, som är fallet i Sverige, är en direkt reglering av blankningstransaktionen eller en ökad transparens. Båda dessa alternativ uppvisar emellertid stora frågetecken vad gäller effektiviteten och nyttan av den ökade kostnaden. Kostnaderna av att införa ett nytt informationssystem är vidare svåra att överblicka. Den statistik över aktielån som redan finns i Sverige kan ge en fingervisning om blankningssituationen. Statistiken är emellertid otillräcklig för att dra konsekventa slutsatser.

Det är i samband med denna juridiska diskussion problematiskt att ha mål av främst ekonomisk natur. Detta beror främst på att de ekonomiska effekterna av de presenterade handlingsalternativen är osäkra. En möjlighet



skulle vara att omformulera målet till ett mål med större juridisk anknytning. Ett exempel på detta är marknadsaktörernas rätt till information om de finansiella instrumenten. Detta är ett mål som, trots att vara en av grunderna för en välfungerande och rättvis värdepappersmarknad, i princip inte förekommer i samband med debatten om blankning. Utifrån detta synsätt är det relativt lättare att argumentera åtminstone för en ökad genomlysning. Bara det faktum att blankningsaffärer är tillåtna bör samtidigt innebära en rapporteringsskyldighet för blankaren både när blankning och återköp skett.

# Käll- och Litteraturförteckning

## Offentligt tryck

Prop. 1978/79:9 *Med förslag till fondkommissionslag, m.m.*

Prop. 1990/91:42 *Om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.*

Prop. 1991/92:113 *Ny börslagstiftning m.m.*

SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden.*

SOU 1993:114 *Konto, clearing och avveckling.*

SOU 2002:56 *Delbetänkande från Värdepappersfondsutredningen.*

## Litteratur

Andersson Lennart: *En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, Uddevalla 2002 (cit. Andersson).

Tivéus, Ulf: *Skatt på kapital*, Stockholm 2002 (cit. Tivéus).

Hagerud, Gustaf: *En introduktion till finansmarknaden*, Stockholm 2002 (cit. Hagerud).

Afrell, Klahr, Samuelsson: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Stockholm 1998 (cit. Afrell m.fl.).

Wood, Philip R: *International loans, bond and securities regulation*, London 1995 (cit. Wood).

Ek, Petersson: *Den svenska marknaden för aktielån och blankning*, Stockholm 1994 (cit. Ek).

Rydén Bengt, Rydin Urban: *Regelverk på värdepappersmarknaden*, Kristianstad 2001 (cit. Rydén, Rydin).

## Artiklar

Freshfields Bruckhaus Deringer: *The Financial Services and marketing Act – A guide to the new regime*, London 2001:  
<http://www.freshfields.com/practice/finservice/publications/1437.pdf>, senast besökt 2002-11-20

Financial Services Agency: *Short Selling*, London 2002:

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp17.pdf>, senast besökt 2002-11-20.

Financial Services Agency: *FSA hosts roundtable on short selling*, London 2002:

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/press/2002/090.html>, senast besökt 2002-11-20.

Financial Services Agency: *FSA proposes greater disclosure re short selling*, London 2002:

<http://www.fsa.gov.uk/pubs/press/2002/078.html>, senast besökt 2002-11-20.

U.S. Securities and Exchange Commission: *SEC concept release nr 34-42037*, Washington 1999 (cit. SEC Concept release nr 34-42037):

<http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, senast besökt 2002-11-20.

## **Internet**

Ameritrade – Today's regulatory bodies

<http://www.ameritrade.com/educationv2/fhtml/stockmarket/regbodies.fhtml>, senast besökt 2002-11-10

AMEX trader

<http://www.amextrader.com>, senast besökt 2002-11-10

Avanzas optionsskola

<http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/skola.jsp?skola=4>, senast besökt 2002-11-10

Avanzas Depåhandbok

<http://info.avanza.se/dsr/kunskapscenter/depahandbok.jsp>, senast besökt 2002-11-10

Barclays Bank – Supervision and regulation

[http://www.investor.barclays.co.uk/results/2001results/annual\\_report/website/dblue/other\\_info/supervision.html](http://www.investor.barclays.co.uk/results/2001results/annual_report/website/dblue/other_info/supervision.html), senast besökt 2002-11-10

British Bankers Association – Stock lending

<http://www.bba.org.uk/public/corporate/35471/53291>, senast besökt 2002-11-10

Dagens Industri Börssnack

<http://borssnack.di.se/DISEConf>, senast besökt 2002-11-10

Derivatinfo – utbildning om blankning

<http://www.derivatinfo.com/php/blankn.php>, senast besökt 2002-11-10

EXP Trader – Short Selling

<http://www.exptrader.com/shorting.html>, senast besökt 2002-11-10

Finansinspektionen

<http://www.fi.se>, senast besökt 2002-11-13

FSA – Objectives

<http://www.fsa.gov.uk/objectives/>, senast besökt 2002-11-10

FSA – History

<http://www.fsa.gov.uk/history/>, senast besökt 2002-11-13

Independent News – Short selling

<http://news.independent.co.uk/business/news/story.jsp?story=325955>, senast besökt 2002-11-14

Information om Stockholmsbörsen

<http://www.stockholmsborsen.se>, senast besökt 2002-11-10

Investopedia Short selling – Introduction

<http://www.investopedia.com/university/shortselling/>, senast besökt 2002-11-10

Investopedia – Stock Basics

<http://www.investopedia.com/university/stocks/stocks3.asp>, senast besökt 2002-11-10

Ann-Sofie Jörnegen: *Blankning i rättslig belysning*, Linköping 2001.

<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2001/ajp/019/exjobb.pdf>, senast besökt 2002-11-23

NASD Manual – Conduct rules

[http://www.nasdr.com/pdf-text/nasd\\_manual.pdf](http://www.nasdr.com/pdf-text/nasd_manual.pdf), senast besökt 2002-11-20

Nasdaq monthly short interest

[http://www.nasdaqtrader.com/asp/short\\_interest.asp](http://www.nasdaqtrader.com/asp/short_interest.asp), senast besökt 2002-11-10

NYSE short interest

<http://www.nyse.com/press/prshortinterest.html>, senast besökt 2002-11-10

Securities Homepage – Industry background

<http://www.uwm.edu/People/ceil/industry/securities/jeff.htm>, senast besökt 2002-11-10

SEC Virtual Museum – History of the SEC

[http://www.sechistorical.org/museum/SEC\\_history\\_A.shtml](http://www.sechistorical.org/museum/SEC_history_A.shtml), senast besökt 2002-11-10

SEC Introduction

<http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, senast besökt 2002-11-10

Sharing pensions UK – Regulatory Bodies

<http://sharingpensions.co.uk/regbodies.htm>, senast besökt 2002-11-13

South Sea Bubble – The Columbia Encyclopedia

<http://www.bartleby.com/65/st/SthSeaB.html>, senast besökt 2002-11-10

Svenska Fondhandlareföreningen

<http://www.fondhandlarna.se>, senast besökt 2002-11-10

The Bank of England and the Markets – Stock Lending and Repo Committee

<http://www.bankofengland.co.uk/markets/slrc.htm>, senast besökt 2002-11-10

The Motley Fool – guide to buying shares

<http://www.fool.co.uk/school/buyingshares/buyingshares02.htm>, senast besökt 2002-11-10

Walker Morris – The Financial Services and Markets Act 2000

[http://www.walkermorris.co.uk/pub/inbrief/spring\\_2002/5.html](http://www.walkermorris.co.uk/pub/inbrief/spring_2002/5.html), senast besökt 2002-11-20

West Legal Directory – Securities

<http://www.wld.com/conbus/weal/wsecurit.htm>, senast besökt 2002-11-13

## **Övrigt**

Telefonkontakt med Stockholmsbörsen 13/11 2002.

Telefonkontakt med Svenska Fondhandlareföreningen 15/11 2002.