



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Mikael Wolkowicz

Optioner och terminer – Den svenska regleringen

Examensarbete
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt/Börsrätt

VT 2004

Innehåll

SAMMANFATTNING	4
FÖRORD	5
FÖRKORTNINGAR	6
1 INLEDNING	7
1.1 Presentation	7
1.2 Syfte och problemställningar	7
1.3 Metod	8
1.4 Material	8
1.5 Avgränsning	8
1.6 Disposition	8
2 ALLMÄNT OM STANDARDISERADE DERIVATINSTRUMENT	10
2.1 Bakgrund och introduktion till options och terminshandeln	10
2.2 Introduktion till värdepappersmarknaden	11
2.3 Standardiseringen och dess innebörd	12
2.3.1 Lösen, kvittning och förfall	13
2.4 Optionsdefinitionen enligt LBC	14
2.4.1 Terminsdefinitionen enligt LBC	15
2.5 Tillämplig lag för optioner och terminer	16
3.1 Allmänt om lagstiftning, föreskrifter m.m.	18
3.2 Finansinspektionens verksamhet	20
3.3 Kontosystem	20
4 STOCKHOLMSBÖRSENS DERIVATREGELVERK	22
4.1 Inledning	22
4.2 Derivatregelverkets s.k. allmänna bestämmelser	22
4.2.1 Ansvarsbegränsning, extraordinära åtgärder, ändringar och tillägg	24
4.3 Avslutande reflektioner	25
5 CLEARINGFUNKTIONEN	26
5.1 Allmänt om clearingfunktionen	26
5.1.1 Clearingorganisation som central motpart	26
5.1.2 Stockholmsbörsen AB som central motpart	27
5.2 Stockholmsbörsens clearingverksamhet	28
5.2.1 Förutsättningar för tillstånd enligt åttonde kapitlet LBC	29
6 SÄKERHETER	31
6.1 Allmänt om ställande av säkerheter	31
6.2 Säkerhetskrav enligt 9 kap. LBC och Derivatregelverket	31
6.3 Nollriskkunder	32

6.4 Rättsfall	32
6.4.1 Allmänt	32
6.4.2 Dom av Linköpings tingsrätt 1992-03-03, DT 130, i mål T646/90, T654/90 och T655/90	32
6.4.3 Dom av Borås tingsrätt 1995-05-15, DT 269, i mål T661/93	34
7 ANALYS- OCH SLUTSATSER	36
KÄLL - OCH LITTERATURFÖRTECKNING	37
Litteratur	37
Offentligt tryck	38
Publicerade rättsfall	38
Opublicerade rättsfall	38
Råd och föreskrifter	38
Europafördrag och regelsamling	38
Direktiv	39
Rådets direktiv 80/390/EEG av sjuttonde mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiel notering vid fondbörs.	39
Övrigt	39

Sammanfattning

Denna uppsats gör anspråk på att behandla optioner och terminer. Till att börja med kommer den historiska utvecklingen att behandlas då den är relevant för utvecklingen av ämnet. Författaren av uppsatsen avser att ta upp mer konkret vad en option och en termin innebär utifrån främst en juridisk synvinkel. Uppsatsen tar utgångspunkt i de börsrättsliga lagarna som finns på området med särskild tyngd på lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Handeln med optioner och terminer bedrivs hos Stockholmsbörsen AB och regleras av Stockholmsbörsens derivatregelverk. Av Stockholmsbörsens derivatregelverk kan de rättsliga relationerna mellan Stockholmsbörsen AB och börsmedlem, clearingmedlem respektive kunder utläsas.

Tillsynsmyndigheten på värdepappersmarknaden är Finansinspektionen. Myndigheten fyller en viktig roll som övervakare och kontrollinstans på marknaden. Clearingfunktionen är en annan viktig beståndsdel för att betalningar och leveranser skall kunna ske smidigt på marknaden. Regler om börs och clearingverksamhet finns bland annat i LBC. Clearingen avseende derivat sker hos Stockholmsbörsen, till skillnad från avista instrument t.ex. aktier som huvudsakligen sker hos VPC.

Uppsatsen avser också att ta upp betydelsen av kunds ställande av säkerheter avseende optioner och terminer. Kraven på ställande av säkerheter finns reglerat i bland annat LBC och i Stockholmsbörsens derivatregelverk.

Sammanfattningsvis vill uppsatsen visa på att det är mycket betydelsefullt för alla aktörer på marknaden att det finns klara och tydliga regler om optioner och terminer. För en sund utveckling på värdepappersmarknaden som helhet och på börsrättsområdet i synnerhet fodras att marknaden har aktörernas förtroende.

Förord

Denna uppsats tar utgångspunkt i ett område som intresserar mig mycket dvs. börsrätt och aktiebolagsrätt. Jag har sedan lång tid tillbaka haft ett stort intresse för allt som har med värdepapper och sparande att göra. Därför föll det naturligt att skriva min uppsats i juridik om något som har anknytning till börs och värdepapper.

Författarens ambition med denna uppsats har varit att presentera ett område som för många läsare nog framstår som tämligen okänt. De flesta individer har en allmän kännedom om vad en aktie är för något men däremot så är kunskaperna om olika derivativa finansiella instrument mindre. När optioner och terminer kommer på tal så reagerar många individer med att ställa sig frågan, vad är det för något? Författaren till uppsatsen vill därför bidra med att på ett enkelt sätt presentera dessa två olika instrument. Under arbetets gång har jag fått värdefulla kommentarer från framförallt min handledare juris doktor Torsten Sandström. Jag vill också passa på att tacka chefs jurist Ulf Lindgren på Stockholmsbörsen för vänligt bemötande och värdefull information och Lennart Torstensson på Finansinspektionen.

Avslutningsvis vill jag även passa på att tacka min familj och övriga vänner. Ni förtjänar ett stort tack för det stöd och uppmuntran under arbetets gång som ni visat.

Malmö april 2004

Mikael Wolkowicz

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AKL	Aktiekontolagen (numera ersatt av en ny lag, Lag (1998:1479) om kontoföring av finansiella instrument).
AMN	Aktiemarknadsnämnden
BFFS	Bankinspektionens och försäkringsinspektionens författningssamling
CCAB	Clearing Control
CCHB	Clearing Control CC Handelsbolag
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
ISD	Investment Services Directive (93/22/EEG)
ISDA	International Swap and Derivatives Association, Inc. (tidigare: International Swap Dealers Association, Inc.)
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
NBK	Näringslivets börskommittè
NJM	Nordiska juristmötet
OM	OM Stockholm AB
OMLX	OM London Securities and Derivatives Exchange Ltd
OTC	Over The Counter
SOU	Statens Offentliga Utredningar
VPC	Värdepapperscentralen VPC Aktiebolag

1 INLEDNING

1.1 Presentation

De finansiella instrument som denna uppsats avser att behandla är optioner och terminer. Uppsatsen tar sin utgångspunkt i de optionskontrakt och terminskontrakt som förekommer vid handeln på Stockholmsbörsen. För en bättre förståelse av området som stort kommer en kort introduktion av värdepappersmarknaden att göras. Av betydelse för all börsverksamhet är att det finns ett börsrättsligt regelverk knutet till handeln. Uppsatsen avser att behandla de lagar och regelverk som är av vikt vid handeln med optioner och terminer. För att handeln på Stockholmsbörsen och för att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden skall upprätthållas och fungera smidigt krävs en fungerande clearingverksamhet. Uppsatsen kommer löpande att behandla olika juridiska aspekter och problem med handeln med optioner och terminer, som författaren har ansett vara av vikt. Det sista kapitlet av uppsatsen avser att sammanfatta uppsatsens olika kapitel för att så att säga knyta ihop säcken.

1.2 Syfte och problemställningar

Ett av syftena med denna uppsats är att ge läsaren kunskap om vad ett optionskontrakt respektive ett terminskontrakt är för något. Användningen av dessa instrument vid den dagliga handeln på Stockholmsbörsen eller vid handeln mellan olika aktörer har ökat lavinartat i omfattning på senare år. Mot bakgrund av detta konstaterande bör det enligt författarens mening vara av särskilt intresse att se närmare på denna specifika handel.

De frågor som har varit av betydelse under arbetets gång är:

Hur ser den rättsliga regleringen kring optioner och terminer ut?

Vilka juridiska problem och aspekter finns vid denna typ av handel?

Hur fungerar clearingverksamheten på Stockholmsbörsen och vad innebär den mer konkret?

Uppsatsen avser också att ta upp några rättsfall som är av vikt vid ställande av säkerheter avseende optioner och terminer. En lag som har kommit att få stort utrymme i framställningen på grund av sin betydelse inom det börsrättsliga området är; Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet.

1.3 Metod

För att besvara frågeställningarna i denna uppsats kommer författaren att använda en på traditionellt vis, rättsdogmatisk metod. Med detta menas att huvuduppgiften blir; strukturera och systematisera, inom ämnesområdet relevant rättsligt material.

1.4 Material

Utgångspunkten under arbetets gång har varit Svante Johanssons bok ”Options- och terminsavtal” som utförligt behandlar ämnet som författaren till denna uppsats valt att skriva om. Befintlig lagtext har använts och därvid har FAR: s regelsamling börs och värdepapper varit till stor hjälp. Även SOU, propositioner, NJA fall m.m. har använts. För en mer utförlig beskrivning, se litteratur- och källförteckning.

1.5 Avgränsning

Uppsatsen avser att behandla bland annat optioner och terminer. Givetvis förekommer det även andra typer av derivatinstrument såsom t.ex. warranter, dessa behandlas dock inte här. Författaren av uppsatsen kommer inte heller att försöka beskriva vilka olika strategier som en placerare kan använda sig av vid options-/terminsaffärer eftersom detta strikt hör till det ekonomiska området. Uppsatsen har främst koncentrerats till den svenska regleringen avseende optioner och terminer.

1.6 Disposition

Andra kapitlet introducerar läsaren till vad som menas med optioner och terminer. En kort genomgång av den historiska bakgrunden och varför dessa instrument har kommit att bli populära för placerare görs också här. Kapitlet tar även sikte på att förklara för läsaren hur optionsdefinitionen och terminsdefinitionen enligt LBC ser ut.

I det tredje kapitlet kommer den börsrättsliga regleringen att behandlas närmare. Kapitlet avser även presentera Finansinspektionens verksamhet. Kapitlet avslutas med en kort genomgång om kontosystem.

I det fjärde kapitlet kommer Stockholmsbörsens derivatregelverk att tas upp. På grund av dess omfattning kommer endast de s.k. allmänna bestämmelserna att beröras. Kapitlet avslutas med en kortare analys.

I det femte kapitlet får läsaren reda på varför clearingfunktionen har stor betydelse på värdepappersmarknaden. Kapitlet redovisar även vilka krav som ställs på bedrivande av clearingverksamhet.

Det sjätte kapitlet redogör för vilka säkerhetskrav som ställs enligt LBC och Stockholmsbörsens derivatregelverk. Här behandlas även s.k. nollriskkunder och två rättsfall som påvisar de praktiska konsekvenserna av om säkerhetskraven negligeras.

I sjunde kapitlet kommer slutligen ett försök till sammanfattande kommentarer och reflektioner att göras.

2 ALLMÄNT OM STANDARDISERADE DERIVATINSTRUMENT

2.1 Bakgrund och introduktion till options och terminshandeln

Avtal som handlar om att man i framtiden skall prestera något är inget nytt. Början på den moderna optionshandeln finner man i USA, där sålde t.ex. jordbrukare sin skörd på spannmålsbörsen.¹ Den börs som var först ut med standardiserade köpoptioner var Chicago Board Options Exchange (CBOE), denna startade sin verksamhet år 1973.² Den första optionsbörsen i Europa upprättades år 1978 i Holland.³

I Sverige skulle det dröja till juni år 1985 innan handeln med köpoptioner kom igång. Handeln bedrevs av dåvarande Stockholm Optionsmarknad OM Fondkommission AB. Idag äger handeln rum hos OM Stockholm Fondkommission AB (OM).⁴

Derivatmarknaden har sedan introduktionen i Sverige vid 1980-talets mitt visat en mycket stark utveckling. En anledning till derivatmarknadens starka framväxt, är behovet av att kunna skydda finansiell verksamhet mot t.ex. framtida förluster. En investerare som handlar med optioner och terminer på derivatmarknaden kan t.ex. genom försäkringsliknande strategier minska olika typer av risker.⁵ De olika derivatinstrumenten⁶ kan även användas för att kunna positionera sig på marknaden eller för att kunna utnyttja kortsiktiga fel prissättningar på marknaden.

Det finns som sagt en mängd olika orsaker till varför olika aktörer intar positioner på optionsmarknaden. Först och främst vill de flesta investerare uppnå en så bra avkastning som möjligt på sitt investerade kapital, detta uppnås med hjälp av den hävstångseffekt som optioner och terminer ger. Denna effekt består av relationen mellan det belopp som inbetalats dvs. bland annat premien i optionsfallet och det belopp som erhålls från derivataffären. Hävstångseffekten kan dock variera mellan olika derivatinstrument, för OTC-terminer är effekten oändlig.⁷ Hävstångseffekten innebär framförallt en möjlighet till betydande avkastning på ett begränsat kapital. Den kan också verka i negativ riktning och leda till att mindre aktörer utsätter sig för större risker än de normalt skulle göra.⁸ På grund av hävstångseffekten blir avkastningen större om man köper optionen istället för den underliggande varan. Ett annat skäl kan vara att investeraren vill minska sin kapitalinsats eller att investeraren vill minska sin riskexponering. Investeraren kan även ha som skäl att tjäna

¹ Andersson, Lennart, "Värdepapper – En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna", s.145; Berggren, Hans, i NJM 1996 s.187.

² Andersson, Lennart, a.a. s.145; SOU 1988:13 s.57.

³ SOU 1989:72 s.251.

⁴ Den första privatägda börsen i världen som var först med elektronisk handel var OM. OM:s aktiehandel anses vara konkurrenskraftig i jämförelse med andra börsen i världen t.ex. vad gäller välfungerande modern och förutseende lagstiftning, avancerade handelssystem, komplicerade finansiella produkter och låga transaktionskostnader, se SOU 2000:11 s.37; De Ridder, Adri, "Finansiell ekonomi – Om företaget och finansmarknaden", s.159.

⁵ Den svenska derivatmarknaden – omfattning och systemrisk, Sveriges Riksbank, juli 1994 s.1; SOU 2000:11 s.94.

⁶ Svante Johansson har istället för derivatinstrument valt att använda termerna derivativa instrument eller derivativa finansiella instrument eftersom enbart ordet derivat saknar innebörd, se Afrell, Lars, m.fl. "Lärobok i kapitalmarknadsrätt", 1998 s.96 not 17.

⁷ Den svenska derivatmarknaden, a.a. s.3f.

⁸ Transaktionskostnaderna som är involverade i handeln med derivat är normalt större än i den vanliga aktiehandeln, se Johansson, Svante, "Options- och terminsavtal", s.53f.

pengar på en fallande marknad eller på en stillastående marknad. Genom options och terminshandeln kan en investerare också skydda ett innehav av värdepapper som annars riskerar att minska drastiskt.⁹

Anledningen till att derivatinstrumenten har fått stor uppmärksamhet i media och i allmänhet är möjligheten till snabba vinster för placerare. Handeln med optioner och terminer har även inneburit förluster för vissa investerare. Vad som åsyftas är de kolossala förluster som har drabbat privatpersoner och storföretag vid handeln med derivatinstrument. Några exempel skall här ges på storföretag som har drabbats av förluster: Procter & Gamble förlust på 100 miljoner USD, Metallgesellschafts 1,4 miljarder USD, Kashima Oils 1,5 miljarder USD och Sumitomos 2,6 miljarder USD. Förlusterna ger läsaren en antydning om de enorma belopp som har spekulerats bort av storföretag genom handeln med olika derivatinstrument såsom t.ex. Sumitomos enorma förlust vid kopparhandeln på Londons metallbörs¹⁰.

I och med att options och terminshandeln har anor långt tillbaka i tiden kan det vara av vikt att ställa frågan vad det är som är nytt med dessa instrument idag. Svaret är att omsättningen i handeln med options och terminsinstrumenten har ökat lavinartat och även att handeln har spritt sig till en vidare krets av olika typer av investerare. Det som i huvudsak kom att påverka den standardiserade options och terminshandeln runtom i världen var introducerandet av options och terminsbörserna i USA i början på 1970-talet.¹¹

2.2 Introduktion till värdepappersmarknaden

De marknader där risk och kapital omsätts brukar delas in i tre olika delmarknader; aktiemarknaden, kreditmarknaden och derivatmarknaden. I dagligt tal brukar man använda den sammanfattande termen värdepappersmarknaden, för att definiera dessa olika marknader.¹² Den marknad som denna uppsats till största del kommer att handla om är derivatmarknaden.

Här bör poängteras att det även finns en väldigt stor skillnad mellan aktiemarknaden och derivatmarknaden. Detta beror på att till skillnad från en aktie, motsvarar ett derivativt finansiellt instrument inget reellt värde. En potentiell investerare bör vara medveten om att handeln med derivat innebär en större risk jämfört med en placering på den vanliga aktiemarknaden.

Börsens verksamhet kan delas upp i tre separata delar, t.ex när det gäller derivataffärer. Dessa har följande benämningar; handelsplats, clearing och settlement/avveckling. Den kontakt som uppkommer mellan en köpare och en säljare sker oftast på en handelsplats. Handeln kan t.ex. äga rum i en för ändamålet avsedd lokal eller på ett börsgolv. Det finns inte några specifika regler som talar om hur en handelsplats skall vara konkret utformad. Även ett speciellt telefonnummer dit köpare och säljare kan vända sig eller en hemsida, eller ett datasystem kan betecknas som en handelsplats. De åtaganden eller förpliktelser som uppkommer i och med handeln vid marknadsplatsen, sammanställs och bekräftas, detta förfarande kallas för clearing. Vid denna procedur verifieras vilka värdepapper som skall skickas till vem. Vidare bekräftas vilka betalningar som skall äga rum och till vem.

Clearingen av derivataffärer vid Stockholmsbörsen äger rum hos Stockholmsbörsen i dess egenskap som clearingorganisation.¹³ Clearing kan kortfattat beskrivas som ett system för

⁹ Andersson, Lennart, a.a. s.146.

¹⁰ Afrell, Lars, a.a. 1998 s.67.

¹¹ Berggren, Hans, i NJM 1996 s.187.

¹² Kågerman, Pontus, "Värdepappersmarknadens regelsystem, s.27.

¹³ Clearingen av derivat kännetecknas av att en tredje part går in som garant i clearing, se 4 kap. i denna uppsats. Avista eller aktiehandeln däremot kännetecknas av att VPC endast förmedlar kontakt mellan köpare och säljare dvs. OM går inte in här som part.

beräkning av rättigheter och skyldigheter, som uppstår vid genomförda affärer vid en handelsplats.¹⁴

Settlement/avveckling av affärer med derivat sker genom Stockholmsbörsen själv, precis som vid clearing. Denna procedur innebär kortfattat att leveranser och betalningar som skall äga rum verkställs. Settlement/avveckling kan även ske genom nettning (avräkning). Denna procedur består av ett kvittningsförfarande som kan innehålla betalningsförpliktelser och även skyldigheter att leverera värdepapper. Syftet med nettning är att leverans- och betalningsförpliktelser utjämnas mellan antingen två parter eller mellan flera parter dvs. antalet transaktioner begränsas.¹⁵ En fråga som man kan ställa sig är om det föreligger någon större skillnad mellan nettning och clearing och svaret är att det i själva verket inte föreligger någon skarp gräns mellan de två – ”i grunden är det fråga om samma och liknande förfaranden”¹⁶

2.3 Standardiseringen och dess innebörd

För att underlätta och möjliggöra en så effektiv handel som möjligt med optioner och terminer, har det utarbetats standardiserade villkor för denna handel. Dessa villkor utgör s.k. standardvillkor. Om varje placerare skulle utforma sina egna villkor angående handel med optioner och terminer skulle det i slutändan vara svårt att hitta köpare till dem. Den standardisering som sker underlättar en likvid och regelbunden marknad eftersom antalet avtalsvarianter på derivatmarknaden begränsas.¹⁷

Standardiseringen innebär i princip fyra huvudpunkter; den första är att det på marknaden endast förekommer handel med avtal om terminer och optioner som innehåller liknande rättigheter och skyldigheter. För det andra innebär standardiseringen att det går enklare att jämföra den s.k. prissättningen på optionerna i fråga. Standardiseringen innebär även att handeln kan bedrivas i kontraktshalvor, med detta menas att clearing inträder i avtalet mellan en köpare och en säljare. En annan viktig faktor som kännetecknar att derivatinstrumenten är standardiserade är att de är föremål för clearing.¹⁸

I praktiken innebär en standardisering av optioner eller terminer att villkoren blir enhetliga. Med detta resonemang menas att det i första hand är den börs eller clearingorganisation som sköter handeln i fråga som närmare definierar och anger de standardiserade villkor som skall gälla vid handeln. När det gäller optioner kan de standardiserade villkoren vara, vilken sorts tillgång som avses, antalet optioner, lösenpriset och när avtalet väntas att förfalla dvs. avtalets längd. Ett standardiserat instruments löpetid kan i princip vara hur långt som helst men i praktiken brukar det löpa från en månad upp till 24 månader. Standardiseringen innebär också att det skall anges om det är fråga om en köp- eller en säljoption.

När det gäller standardiseringen avseende terminskontrakten är det främst tal om t.ex. vilken sorts tillgång som omfattas, antalet eller mängden och kontraktets totala längd. De frågor som det finns möjlighet att diskutera utöver standardiseringen är priset på kontraktetsvaran och om leverans skall förekomma eller inte.¹⁹ Resonemanget om leverans skall förekomma eller inte faller dock utanför terminsdefinitionen enligt LBC. Oberoende av vilken underliggande tillgång som derivatinstrumenten är förknippade med avslutas ofta kontrakten i praktiken med

¹⁴ Kågerman, Pontus, a.a. s.24.

¹⁵ Kågerman, Pontus, a.a. s.26; Prop. 1995/96:50 s.68; SOU 2000:11, Bilaga 13 B:359.

¹⁶ SOU 1993:114 s.19; Prop. 1995/96:50 s.67f.

¹⁷ Prop. 1990/91:142 s.78.

¹⁸ SOU 1988:13 s.58; Berggren, Hans, i NJM 1996 s.187.

¹⁹ Prop. 1990/91:142 s.89; jmf. även med not 32.

kontantavräkning istället för med leverans.²⁰ Detta konstaterande innebär att det väsentliga här, är kostnadsutvecklingen på den underliggande råvaran och inte den specifika råvaran som sådan.²¹

Utöver handeln med standardiserade optioner och terminer finns det även en s.k. skräddarsydd marknad för optioner och terminer.²² På denna marknad kan optioner och terminer av varierande slag konstrueras, dvs. avtal som är individuellt utformade för olika kapitalaktörers speciella behov s.k. ”tailor-made instruments”. Den skräddarsydda marknaden vänder sig i första hand inte till allmänheten och karakteriseras inte av den snabbhet som är förknippat med de standardiserade instrumenten.²³ Handeln äger rum på den s.k. ”over the counter market”.²⁴ En del bedömare anser att den huvudsakliga tillväxten i framtiden kommer att ske på den skräddarsydda marknaden, eftersom denna marknad präglas av en större valfrihet.²⁵ Den icke-standardiserade handeln och de avslut som sker i icke-standardiserade kontrakt görs oftast upp direkt mellan parterna utanför en specifik marknadsplats. Emellertid är det dock av vikt att ha klart för sig att det händer att även dessa instrument i en viss mening, är standardiserade t.ex. genom att parterna använder sig av standardavtal. Det mest förekommande standardavtalet för den globala OTC-handeln har framtagits av ISDA dvs. International Swaps and Derivatives Association. Det specifika för ISDA:s avtal är att de föreskriver att om parterna inte har avtalat om annat, skall engelsk eller amerikansk rätt tillämpas på parternas avtal. Den icke-standardiserade handeln som äger rum utanför en specifik marknadsplats kallas OTC-handel och instrumenten som handlas där kallas för OTC-instrument.²⁶

2.3.1 Lösen, kvittning och förfall

De handlingsalternativ som i princip finns med standardiserade aktieoptioner är, lösen, kvittning och förfall. Med lösen menas att optionsinnehavaren yrkar om att få köpa eller sälja underliggande aktier. En innehavare av en option kan när som helst under optionens löptid påkalla lösen dvs. optionen är då av amerikansk typ. Med kvittning menas att optionsinnehavaren ställer ut en identisk option som den innehavda optionen, därefter går innehavaren ur sin position. För den som utfärdat optionen innebär kvittningen att han/hon köper tillbaka en likadan option som han/hon har utfärdat och på så sätt kvittas optionerna mot varandra. Det sista handlingsalternativet som står till buds för en innehavare är förfall. Med detta menas att om optionen på slutdagen är värdelös är den s.k. ”out of money” dvs. optionsinnehavaren har gjort en förlust som uppgår till den erlagda premien. Om däremot

²⁰ När det gäller terminskontrakt gäller vanligen att leverans sker om det inte är tal om s.k. OMX-terminer. Men de standardiserade terminskontrakten kan även ha aktier, olika typer av index, obligationer eller andra räntebärande papper samt valutor som underliggande varor och då gäller främst avräkning, se SOU 1988:13 s.77, not. 37; Afrell, Lars, a.a. 1998 s.96.

²¹ SOU 1988:13 s.40f.

²² OTC är en förkortning för ”over the counter”, se Berggren, Hans, i NJM 1996 not 8 s.188; SOU 1989:72 s.196ff.

²³ SOU 1988:13 s.41.

²⁴ De Ridder, Adri, a.a. s.159.

²⁵ SOU 1989:72 s.256f.

²⁶ Berggren, Hans, i NJM 1996 s.187; Afrell, Lars, m.fl. a.a. s.97.

optionen är ”in the money” dvs. om lösenpriset för aktien är t.ex. 250 kr medan börskursen på aktien är 300 kr, så yrkar innehavaren istället på lösen.²⁷

2.4 Optionsdefinitionen enligt LBC

Termen option kommer från det latinska ordet *optio*, översatt betyder det val eller valfrihet. I lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet finns en exakt definition om vad en option är enligt 1 kap. 4 § sjunde punkten, dvs. ”en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar eller en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande.”²⁸ Enligt 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC är alltså en option²⁹ ett avtal mellan två parter som ger den ena parten rätt att köpa eller sälja något. Avtalet innebär för den andre parten en skyldighet att på begäran sälja eller köpa det avtalet avser t.ex. aktier. Den part som kallas förvärvare eller optionsinnehavare är den part som får rätt till prestation medan utfärdaren dvs. dennes motpart kan bli tvungen att prestera något. Köparen av en köpoption kan vid en positiv marknadstrend för den underliggande tillgången tillgodogöra sig en vinst. Om köparen istället har köpt en säljoption ger den köparen rätten att kunna sälja den underliggande tillgången till ett förutbestämt pris. Vid en negativ marknadsutveckling kan en säljoption ge innehavaren en god avkastning på sitt kapital. För att ett optionskontrakt skall vara giltigt krävs det att avtalet eller kontraktet avser en viss sak eller en viss vara eller något liknande. Av denna anledning brukar man därför benämna t.ex. ett optionskontrakt som ett derivat av ett underliggande värde eller av en underliggande vara.³⁰ En option kan dels förekomma som en köpoption eller som en säljoption.³¹ De optioner som förekommer på den svenska marknaden är främst av amerikansk typ, en innehavare av denna typ av option kan påkalla infriande under hela optionens löptid. Optionsinnehavaren kan alltså utnyttja sin köp- eller säljrätt när som helst under löptiden. Om optionen däremot är av europeisk typ, innebär detta att innehavaren av optionen kan påkalla sin rätt först på lösendagen.³² När en part utfärdar en köp eller säljoption förpliktar han/hon också sig att på uppmaning köpa eller sälja den underliggande varan i fråga till lösenpriset. Den part som äger eller innehar en köp-/ säljoption får, men är inte förpliktad att köpa eller sälja den underliggande varan i fråga, till lösenpriset.³³ Ett optionsavtal kännetecknas av att det endast är optionsinnehavaren som kan yrka att avtalet skall förverkligas. Skulle en innehavare inte utnyttja sin rättighet innan avtalstidens slut leder detta till att avtalet upphör att gälla. Om det emellertid visar sig att innehavaren vill att avtalet skall förverkligas har utfärdaren inget att sätta emot utan är tvungen att fullfölja avtalet utifrån de principer som har avtalats.³⁴

Optionsdefinitionen i 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC tar sin utgångspunkt i två olika fall dvs. leveransfallet och avräkningsfallet. För det första stadgas det enligt 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC, en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar etc. dvs.

²⁷ Afrell, Lars. m.fl. a.a. 1998 s.98.

²⁸ Börs- och värdepapper 2002 s.29.

²⁹ Vid värdering av en option används ofta en metod som kallas för Black and Scholes optionsvärderingsmodell.

³⁰ SOU 1988:13 s.56.

³¹ Det går även bra att använda uttrycken call-options för köpoptioner eller put-options för säljoptioner. Dessa uttryck kan förekomma i engelsk litteratur men även i svensk litteratur, se Johansson, Svante, a.a. s.28.

³² De Ridder, Adri, a.a. s.159.

³³ NJA 1995:693 s.694f.

³⁴ Andersson, Lennart, a.a. s.144.

leveransfallet. För det andra stadgas det vidare i 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande dvs. avräkningsfallet. Leveransfallet är exempel på en rättshandling som innebär att en utfärdare har ställt ut en option och förpliktat sig att sälja eller köpa den specifika underliggande varan till ett i förväg bestämt pris. Vidare skall en innehavare i sin tur meddela utfärdaren av optionen om han eller hon inom angiven tidsram tänker nyttja optionen ifråga. För innehavaren av optionen innebär resonemanget att denne berättigas till en valmöjlighet genom optionen, dvs. att innehavaren har rätt att yrka att optionsaffären skall ske eller helt enkelt avstå från genomförandet av affären. För att en innehavare skall kunna förvärva denna rätt till valmöjlighet brukar en ersättning utgå från innehavaren till utfärdaren vid affärens början, denna ersättning brukar allmänt kallas för premie.³⁵ Premien kan sägas utgöra ersättning för den risk som en utfärdare tar i och med affären i fråga. En options innehavare riskerar i första hand att förlora sin inbetalda premie. Förlustrisken för den som däremot utfärdar en option är rent teoretiskt obegränsad.³⁶ Ett närmare exempel på avräkningsfallet kan vara utvecklingen av ett index eller liknande, en s.k. indexoption. I en indexoption förpliktar sig en utställare att till en innehavare utge en viss summa pengar som skall beräknas efter ändringar i ett index. De indexoptioner som finns idag kan delas upp i köp indexoptioner och sälj indexoptioner. En option av detta slag kallas för OMX-optioner och är relaterade till ett OMX aktieindex på Stockholmsbörsen. Den beteckning som har givits dessa instrument dvs. optioner, är inte helt lämplig i sammanhanget eftersom det inte i dessa fall föreligger en traditionell valmöjlighet att köpa eller sälja en viss sorts egendom. Ändå används traditionellt begreppet option på grund av hävd.³⁷

2.4.1 Terminsdefinitionen enligt LBC

Begreppet termin kommer från latinets ”**terminus**” som betyder, översatt till svenska, gräns. En termin (terminsavtal, terminskontrakt) är enligt 1 kap. 4 § åttonde punkten LBC ett avtal om köp av tillgångar som mot ett i avtalet bestämt pris skall levereras vid en framtida tidpunkt, eller ett avtal om att betalning mellan parterna i framtiden skall ske på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande. Det specifika med ett terminsavtal är att det i princip innehåller en skyldighet för både köparen och säljaren, att genomföra de åtaganden som har gjorts enligt avtalet vid en i framtiden bestämd tidpunkt. En uppdelning av terminskontrakt kan göras i två typer; forwards och futures. Kännetecknande för ett forwardkontrakt är att det antingen kan vara standardiserat eller individuellt utformat, futureskontrakten däremot är alltid standardiserade för att på så sätt kunna handlas på en derivatbörs. En köpare av en termin har t.ex. en förpliktelse på sig att på slutdagen inhandla obligationer till en i terminskontraktet bestämd ränta dvs. stängningsräntan eller om det är fråga om en aktietermin inhandla aktier till det avtalade priset. En säljare av en termin har en motsvarande förpliktelse att sälja till det på förhand uppgjorda priset. Utgångspunkten vid terminskontrakt är att köparen är förpliktad att förvärva varan i fråga vid den tidpunkt som kontraktet stipulerar och till överenskommet pris. Säljaren är förpliktad att på motsvarande villkor leverera varan.³⁸ Vid köp av utländsk valuta på termin kan en köpare säkra sig om att inte behöva betala mer för t.ex. en dollar eller ett pund än vad som gällde då terminsavtalet slöts. Fördelarna med terminsaffärer är att en köpare inte behöver oroa sig för att valutakursen skall gå upp. För en

³⁵ Berggren, Hans, i NJM 1996 s.190.

³⁶ NJA 1995:693 s.696; SOU 1988:13 s.56, s.66.

³⁷ Ibid. s.192f.

³⁸ Prop. 1990/91:142 s.88; SOU 1988:13 s.76; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.98.

säljare innebär detta resonemang att han/hon inte behöver oroa sig för att valutakursen skall gå ner.³⁹

Terminskontrakt kan liksom optionskontrakt delas in enligt ett leveransfall och enligt ett avräkningsfall. För att förtydliga detta resonemang kan man i korthet konstatera att i leveransfallet är terminsavtalet ett avtal som gäller mellan två parter om köp. Till skillnad från ett vanligt köpeavtal är terminsavtalet slutet, pga. att leverans och betalning inte sker vid avtalstillfället utan istället först vid en i framtiden bestämd tidpunkt. Ett exempel på hur ett terminskontrakt kan gå till i praktiken är att någon köper ett antal aktier på termin, men istället för att betala för aktierna vid avtalstillfället sker betalning och leverans vid fullföljandet av avtalet. När en termins köpare och en termins säljare vill säkra sina respektive positioner skall först termins köparen sälja den egendom han/hon införskaffat på termin för de villkor som har avtalats. Terminssäljaren skall i sin tur säkra sin position genom att köpa ovanstående egendom för de villkor som har avtalats. Det ovan beskrivna förfarandet som sker för terminer kallas för "netta", till skillnad från optioner som kan kvittas. Det slutgiltiga resultatet är dock detsamma om kvittning eller nettning sker.

Vid en terminsaffär kan den underliggande egendomen bestå av aktier, obligationer, olika sorters råvaror etc. Det förekommer även att ett terminsavtal kan avse ett underliggande index. Vi har alltså att göra med ett särskilt instrument som har fått beteckningen indextermin⁴⁰ dvs. detta instrument utgör ett exempel på terminskontrakt där avräkning skall ske. En avräkningstermin är ett specifikt avtal mellan två bestämda parter rörande betalning som skall äga rum någon gång i framtiden på grund av kursförändringar. För OMX-terminerna sker i avräkningsfallet en kontant slutreglering först på slutdagen.⁴¹

2.5 Tillämplig lag för optioner och terminer

För att optioner som omsätts på derivatmarknaden skall omfattas av nu gällande lagstiftning som finns på värdepappersmarknadsrättsområdet måste vissa kriterier vara uppfyllda. Enligt 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC finns som sagt legaldefinitionen på vad som menas med en option. Nyckelbegreppen är som sagt "en rätt att till ett bestämt pris i framtiden få köpa eller sälja tillgångar".⁴² Denna s.k. standardisering om ett bestämt pris och en specifik tillgång utesluter dock inte s.k. indexoptioner där en underliggande vara inte förekommer från att falla in under 1 kap. 4 § sjunde punkten LBC definition dvs. "en rätt att vid en framtida tidpunkt få ett belopp som räknas ut på grundval av ändringar i ett kursindex eller liknande".⁴³

I detta sammanhang kan man fråga sig vad som åsyftas med ett bestämt pris enligt paragrafen ovan i fråga. Rent allmänt kan först sägas att för att ett avtal skall falla under lagen om börs- och clearingverksamhets optionsbegrepp, skall ett bestämt pris ha avtalats i förväg. I annat fall kan parterna komma överens om att ett bestämt pris först skall lämnas öppet för att på ett senare stadium fastställas, i detta fall kommer LBC inte att tillämpas eftersom villkoren om ett bestämt pris inte har uppfyllts. För att ett avtal skall falla in under LBC definition om

³⁹ SOU 2000:11 s.94.

⁴⁰ OM:s utgivna indexterminer kallas för OMX-terminer och är på samma sätt som OMX-optionerna knutna till aktieindexet OMX, se Berggren, i NJM 1996 s.196; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.98.

⁴¹ Berggren, Hans, i NJM 1996 s.195f.

⁴² Börs- och värdepapper 2002, s.29.

⁴³ Ibid. s.29.

ett bestämt pris får det alltså inte vara reglerade villkor dvs. att priset kommer att bestämmas i efterhand.

När det däremot gäller avtal som lämnar frågan om prisets storlek obestämt, på grund av s.k. externa faktorer, har dessa ansetts väl förenliga med lagen om börs- och clearingverksamhets definition avseende en option. Med externa faktorer åsyftas här t.ex. ett avtal som innebär en rätt att köpa aktier vid en i framtiden föreliggande börskurs en specifik dag.

Även övriga avtal som är reglerade av s.k. externa objektiva kriterier bör kunna falla in under optionsdefinitionen. Ett exempel på övriga avtal med externa objektiva kriterier kan vara när en utställare av optioner i ett avtal har förpliktigats att på uppmaning sälja en specifik post aktier på grund av att riksdagen bestämmer sig för att minska kapitalbeskattningen. För att ett avtal skall klassas som ett s.k. optionsavtal enligt lagen om börs- och clearingverksamhets mening krävs dock att villkoret/villkoren i avtalet ”inte behärskas av utställaren på ett sådant sätt att han i realiteten kan avgöra om den avtalade transaktionen skall komma till stånd”⁴⁴

Den avtalade skyldigheten i ett terminskontrakt innebär att såväl utställaren som innehavaren skall slutföra den överenskomna transaktionen. Denna skyldighet medför dock inget hinder mot att avtalet även utformas som ett avtal om att i framtiden, ingå nya avtal. Utifrån ett praktiskt perspektiv är det emellertid viktigt att närmare utforma tydliga villkor för terminskontrakten om de är standardiserade och skall omsättas på marknaden. För att ett avtal skall betraktas som ett terminskontrakt enligt lagen om börs- och clearingverksamhets mening krävs inte att priset i exakt antal kronor och ören anges i förväg. En jämförelse med optionskontrakten visar att det pris som skall betalas för den underliggande varan inte får vara avhängigt av att parterna kommer överens vid avtalets slutskede eller vid någon annan tidpunkt efter avtalets ingående.⁴⁵

⁴⁴ Johansson, Svante, a.a. 31.

⁴⁵ Ibid. s.29ff.

3 BÖRSRÄTTSLIG REGLERING

3.1 Allmänt om lagstiftning, föreskrifter m.m.

De regler som aktörerna på Stockholmsbörsen har att rätta sig efter utgörs bland annat av lagstiftning och föreskrifter, regler utfärdade av marknadsplatser och självreglering genom privata organisationer. När det gäller lagtext är lagen (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar på förmögenhetsrättens område direkt tillämpliga på avtal, kontrakt avseende börsrättsområdet, detta gäller även t.ex. Kommissionslagen.⁴⁶ Vid handeln med standardiserade optioner och terminer kan även specifika lagar inom börs- och värdepappersrätten komma till pass och vara direkt tillämpliga. Här skall nämnas några relevanta lagar dvs. lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument, lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. LBC kompletteras även av en förordning (1992:561) om börs- och clearingverksamhet, som ger FI möjlighet att meddela detaljerade föreskrifter. En annan lag som skall nämnas är lag (1999:1309) om system för avveckling av förpliktelser på finansmarknaden. Lagens utgångspunkt är att stärka stabiliteten i det finansiella systemet, genom att minska de rättsliga riskerna vid avveckling av åtaganden att betala eller leverera värdepapper på finansmarknaden. Enligt 3 § nämnda lag får ett företag som skall vara ansvarigt för verksamheten i ett framtida avvecklingssystem ansöka hos FI som efter samråd med Riksbanken får besluta om att godkänna avvecklingssystemet.⁴⁷

EU har utfärdat direktiv som avser derivatmarknaden.⁴⁸ EU: s börsbestämmelser har varit en viktig utgångspunkt för den svenska börslagstiftningen om utländska företag se t.ex. 8 kap. 3 § och 2 kap. 7 § LBC. En annan sak som bör nämnas är att det i EU: s börsbestämmelser inte finns någon reglering av t.ex. börser, clearingorganisationer och centrala värdepappersförvarare. Istället har EU: s bestämmelser koncentrerats till de villkor som bör ställas på fondpapper, vid inregistrering på en fondbörs och de informationskrav som skall krävas för fondpapper.⁴⁹ Ett direktiv som emellertid har fått stor genomslagskraft för börshandeln är direktiv (93/22/EEG) om investeringstjänster (ISD). I detta direktiv finns regler om vilken verksamhet som värdepappersföretag får bedriva och om rätten för värdepappersföretag att bli upptagna som medlemmar i, eller få möjlighet till tillträde på börser och andra marknadsplatser i samtliga medlemsländer. Direktivet trädde i kraft i Sverige år 1996 och omfattar t.ex. banker, fondkommissionärer ("brokers") och andra "investment

⁴⁶ Berggren, i NJM 1996 s.207.

⁴⁷ Rydén, Bengt, Rydin, Urban, "Regelverk på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning s.105; Börs- och värdepapper 2002 s.44; Kristiansson, Björn, Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år s.31.

⁴⁸ Enligt Art. 249 tredje stycket RomF skall implementering i nationell lagstiftning av regler som finns i EU:s direktiv göras genom författning. De EU rättsliga normerna hittar man i lagstiftning eller i Finansinspektionens författningssamling, se Europa fördraget, tredje upplagan, Johansson, Svante, a.a. s.73 och s.19; Afrell, Lars m fl. a.a. 1995 s.35ff; Caterina, af Sandberg, "prospektansvaret" s.71ff.

⁴⁹ Se det första börsdirektivet (direktiv 79/279/EEG om samordning av villkor för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs). Det andra börsdirektivet (direktiv 80/390/EEG om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs) och det tredje börsdirektivet (direktiv 82/121/EEG om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs, direktiv 98/26/EG om slutlig avveckling i system för överföring av betalningar och värdepapper, 1997 m.m., Lars, m.fl. a.a. 1998 s.119f.

firms". Direktivet omfattar förutom alla sorters avista instrument som t.ex. aktier även derivat.⁵⁰

Det svenska regelverket är i stora delar baserat på direktiv och förordningar som beslutats av EU. Utvecklingen inom EU kommer troligtvis att förstärkas de närmaste åren då unionen kommer att arbeta för att realisera målet om att skapa en helt integrerad europeisk marknad för finansiella tjänster. Arbetet med att skapa en integrerad marknad för finansiella tjänster har dock inte varit helt problemfritt och har kantats av länders nationella särintressen etc. Av vikt för den fortsatta utvecklingen på finansmarknaden är att både EU:s Ministerråd, EU-kommissionen och Europaparlamentet genom uttalanden och beslut t.ex. vid Ministerrådsmötet i Lissabon i mars 2000 bekräftat att frågor med finansmarknadsdignitet skall komma högt upp på agendan under de närmaste årens regelutveckling.⁵¹

Förarbeten som är av intresse på derivatområdet är optionsutredningens, värdepappersmarknadskommitténs, clearingutredningens och finansmarknadsutredningens betänkanden.⁵² Dessa kommittéer gav alla förslag till lagtext som i stora delar syftade till att reglera den organiserade handeln med standardiserade optioner och terminer. De rättsfall som tingsrätterna, hovrätterna och HD⁵³ haft uppe till bedömning, avseende frågor med direkt koppling till derivatmarknaden har varit få. Doktrinen i Sverige som behandlar derivatinstrument är begränsad till omfånget.⁵⁴ I utlandet⁵⁵ däremot finner man en ofantlig mängd litteratur om derivatmarknaden.

Mellan marknadens aktörer förekommer det avtal, t ex självreglering om de inbördes förhållanden som måste regleras enligt bestämmelser i lag eller föreskrifter. Dessutom kan givetvis marknadens aktörer även reglera övriga beaktansvärda förhållanden mellan sig eller var för sig i s.k. separata avtal. Två exempel på dylika separata avtal kan här nämnas dvs. Stockholmsbörsens derivatregelverk och Stockholms fondbörs inregistreringskontrakt. Utöver regleringen mellan parterna själva eller enligt lag, finns det även en självreglering på värdepappersmarknadsområdet som har utvecklats av bland annat Näringslivets börskommitté (NBK) och Aktiemarknadsnämnden (AMN).⁵⁶ Även branschorganisationer som t.ex. Svenska Fondhandlareföreningen har kommit att påverka självregleringen genom olika former av rekommendationer rörande finansiella instrument. Sammanfattningsvis kan man säga att självreglering är en form av branschens egen normering. Reglerna får därefter verkan genom att aktörerna på marknaden utan tvång

⁵⁰ SOU 2000:11 Bilaga 3 s.A:128; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.116ff.

⁵¹ Rydén, Bengt, Rydén, Urban, a.a. s.107f.

⁵² Johansson, Svante, a.a. s.18. Se även, SOU 1988:13; SOU 1989:72; SOU 1993:114; SOU 1994:68; SOU 2000:11.

⁵³ Två rättsfall som här skall nämnas är NJA 1989 s.428 och NJA 1995 s.693. Det senare rättsfallet skall här kortfattat presenteras. Parter i målet var Alfred Berg Fondkommission AB (Bergs) mot Sydinovator (Conny Hagman). Målet rörde frågan om Bergs var skadeståndsskyldigt gentemot Bolaget/Conny Hagman på grund av att Bergs hade låtit Sydinovator och Conny Hagman handla med indexoptioner, utan att tillse att nödvändiga öppningshandlingar förelåg och att Bergs inte hade informerat och lämnat upplysningar om eventuella risker med handel med optioner. HD fann att Bankinspektionens Allmänna råd (BFFS 1988:7) som hade lagts fram i målet endast kunde ges en rådgivande karaktär. Dessutom konstaterade HD vidare att Conny Hagman var en någorlunda kompetent person och således borde ha känt till de särskilda risker som finns vid handel med indexoptioner. Käromålet vann inte bifall.

⁵⁴ Av intresse är framförallt P-O. Jansson, "Regelbildning på värdepappersmarknaden", Stockholm 1995; L. Afrell, H. Klahr & P. Samuelsson, "Lärobok i kapitalmarknadsrätt", Stockholm 1998 och S. Johansson, "Options- och terminsavtal". Inom den ekonomiska forskningen däremot kan man finna en riklig mängd av doktrin på området, se Svante, Johansson, a.a. s.19.

⁵⁵ Se framförallt länder som Tyskland, USA och Storbritannien, där det finns en riklig mängd av doktrin och rättspraxis på området.

⁵⁶ Johansson, Svante, a.a. s.72.

(genom avtal m.m.) ser till att efterfölja de stadgade spelreglerna. Ur ett internationellt perspektiv kan den svenska normgivningen betraktas som unik till sin karaktär på grund av den omfattande roll som självregleringen tillmäts.⁵⁷

3.2 Finansinspektionens verksamhet

I LHF 6 kap. finns bestämmelser om vilka lagar som står under FI tillsyn.⁵⁸ FI huvudsakliga uppgift är att verka för effektiviteten, stabiliteten och konsumentskyddet i det finansiella systemet. FI har också till uppgift att granska olika former av risker och kontrollsystem i finansiella företag. Inspektionen övervakar i samarbete med Stockholmsbörsen även överträdelser av t.ex. insiderlagar och kursmanipulationer på värdepappersmarknaderna. Andra uppgifter som FI har är att ta fram regler för finansiella institut t.ex. bankers information till allmänheten, vara åtkomlig för klagomålshantering och tvistlösning mellan t.ex. kunder och finansiella företag etc.⁵⁹ Myndigheten ger även ut föreskrifter⁶⁰ och allmänna råd samt bedömer om gällande lagstiftning är i behov av förändring.⁶¹ Föreskrifterna som FI meddelar på värdepappersmarknaden brukar utformas med beaktande av såväl lagstiftningens syften som marknadens villkor. Den konkreta utformningen av föreskrifterna sker oftast i samverkan med berörda företag och branschorganisationer.⁶² I t.ex. 11 kap. LBC finns närmare bestämmelser om FI tillsyn och då främst om tillsynen över börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationers verksamhet. Enligt 11 kap. 4 och 5 § § LBC får FI förordna revisorer, sammankalla styrelse eller stämma i en börs, auktoriserad marknadsplats eller clearingorganisation. FI får även närvara med egen personal vid sådant möte eller delta i diskussionerna.⁶³

3.3 Kontosystem

En gränsdragningsfråga som uppkommer vid avvecklingen av finansiella instrument såsom t.ex. optioner och terminer är den som har att göra med registerföring och kontohållning. Till en början är det av relevans att konstatera att finansiella instrument inte brukar överlämnas från en säljare till en köpare. Istället sker leveransen av de finansiella instrumenten på så sätt att ”en överföring sker från säljarens konto till köparens konto i ett kontosystem”.⁶⁴ De finansiella instrumenten finns följaktligen registrerade på särskilda konton och en överföring till ett konto sker vanligen genom registrering. Rättsverkningarna vid registrering på ett konto är i huvudsak samma som om överlämnandet av de finansiella instrumenten hade skett i fysisk form (tradition).

Ett kontosystem kan antingen vara konstruerat utifrån ett immobiliserat eller ett dematerialiserat system. Det immobiliserade kontosystemet är uppbyggt så att det i grunden finns ett eller ett flertal instrument i fysisk form. En vanlig beteckning på instrumentet, är globalbrev eller global certificate. Den registrering som sker på konton i det immobiliserade system representerar formellt andelar av ett fysiskt instrument. De underliggande dokumenten har gjorts orörliga i den meningen att värdepapper som utgör bärare av de grundläggande

⁵⁷ Rydén, Bengt, Rydin, Urban, a.a. s.15f; Berggren, i NJM 1996 s.215.

⁵⁸ Se 6 kap. 1a § första stycket, Börs- och värdepapper 2002 s.25.

⁵⁹ SOU 2000:11 s.273ff.

⁶⁰ Finansinspektionens författningssamling där föreskrifter och råd ges kallas FFFS.

⁶¹ Se Finansinspektionen 10 år, Stockholm 2001 s.89.

⁶² NJA 1995:693 s.706.

⁶³ Rydén, Bengt, Rydin, Urban a.a. s.51.

⁶⁴ Prop. 1995/96:50 s.68.

värdepappersrättigheterna inte är föremål för handel, värdepapperna ligger istället på uppdrag av värdepappersinnehavaren i förvar i den för kontosystemet ansvariga organisationens kassaskåp. Denna organisering har även gett upphov till begreppen värdepappersförvarare⁶⁵, värdepappersregistrerare och värdepapperscentral för den bakomliggande organisation som övervakar och ansvarar för systemet.

Den andra varianten är att de finansiella instrumenten är helt dematerialiserade. Med detta menas att det inte existerar något underliggande dokument utan att de rättsverkningar som uppstår är knutna till registreringen som sker på konto i ett kontosystem. Ett exempel som bygger på principen om dematerialisering, är den svenska aktiekontolagen.⁶⁶

⁶⁵ VPC är både clearingorganisation och central värdepappersförvarare för den svenska aktie- och penningmarknaden. Instrumenten i VP-systemet är även dematerialiserade med stöd från AKL, se Afrell, Lars, a.a. 1998 s.82.

⁶⁶ Prop. 1995/96:50 s.68f; SOU 1993:114 s.59.

4 STOCKHOLMSBÖRSENS DERIVATREGELVERK

4.1 Inledning

Stockholmsbörsens derivatregelverk är indelat i sex delar. Dessa är; allmänna bestämmelser, börsreglemente, clearingreglemente, kontraktsspecifikationer, bilagor och definitioner. På grund av derivatregelverkets stora omfattning är en fullständig genomgång av alla bestämmelser inte möjlig här. Den läsare som vill ta del av alla bestämmelserna hänvisas istället till Stockholmsbörsens derivatregelverk som finns tillgänglig på Stockholmsbörsens hemsida. Presentationen som följer kommer att fokusera på några av derivatregelverkets s.k. allmänna bestämmelser.

4.2 Derivatregelverkets s.k. allmänna bestämmelser

Stockholmsbörsen AB ("Börsen") är en börs och clearingorganisation enligt lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Tillsynsmyndigheten för Stockholmsbörsen⁶⁷ är Finansinspektionen.⁶⁸ Stockholmsbörsens derivatregelverk reglerar Börsens börs- och clearingverksamhet samt rättsförhållandet mellan Börsen och börsmedlem, clearingmedlem respektive kund. Derivatregelverket blir så att säga avtalsinnehåll mellan börsmedlem respektive clearingmedlem och Stockholmsbörsen genom att medlemsavtal ingås. På samma sätt som förgående mening blir även derivatregelverket avtalsinnehåll mellan en kund och Stockholmsbörsen genom att ett kundavtal ingås. Derivatregelverket innehåller alltså bestämmelser som avser att reglera rättsförhållandet mellan börsmedlem respektive clearingmedlem och kund. Vidare finns i derivatregelverket bestämmelser som avser att reglera rättsförhållandet mellan Stockholmsbörsen och institut, s.k. säkerhetsinstitut, som förvarar säkerheter ställda till förmån för Stockholmsbörsen.⁶⁹

Stockholmsbörsens derivatregelverk skall hållas tillgängligt för kund av Börsen, börsmedlem och clearingmedlem. Vidare har allmänheten rätt att få tillgång till derivatregelverket från Stockholmsbörsen.⁷⁰ Derivatregelverket består dels av ett ramavtal för anslutning till Stockholmsbörsens börs- och clearingverksamhet, såsom ingående av kontrakt t.ex. options- och terminskontrakt, "dels avtalsinnehåll i själva de Kontrakt som ingås".⁷¹ Ramavtalet reglerar alltså handeln som äger rum hos Stockholmsbörsen av börsnoterade instrument dvs. se börsreglementet som finns i del två i Stockholmsbörsens derivatregelverk. Börsreglementet reglerar förhållandet mellan Stockholmsbörsen och till Stockholmsbörsen ansluten börsmedlem. Vidare reglerar börsreglementet även förverkligandet av de options- och terminskontrakt som är föremål för Stockholmsbörsens clearingverksamhet dvs. mellan Stockholmsbörsen, clearingmedlem och kund. Efterlevnaden av derivatregelverkets bestämmelser övervakas för övrigt av Stockholmsbörsen.⁷² Stockholmsbörsens

⁶⁷ Sedan den 1 januari 1993 är Stockholmsbörsen auktoriserat av FI som börs- och clearingorganisation enligt LBC, se SOU 1993:114 s.89.

⁶⁸ Stockholmsbörsens derivatregelverk 1.1.1

⁶⁹ Ibid. 1.1.3

⁷⁰ Ibid. 1.1.5

⁷¹ Ibid. 1.1.6

⁷² Ibid. 1.1.6; 1.8.1

derivatregelverk innehåller även en underrättelseplikt som innebär att clearingmedlem respektive börsmedlem för egen eller för kunds räkning skall informera Börsen om det är fråga om s.k. väsentlig händelse eller avvikelse från derivatregelverkets bestämmelser. Med bristande fullgörelse från börsmedlem, clearingmedlem eller kund enligt derivatregelverkets terminologi avses i första hand avvikelser eller väsentlig risk för kommande avvikelser från derivatregelverket eller från LBC. Stockholmsbörsen kan finna en börsmedlem eller en clearingmedlem olämplig på grund av bristande fullgörande av förpliktelser. Vid bristande fullgörande av förpliktelser är Stockholmsbörsen skyldig att meddela börsmedlem respektive clearingmedlem bristerna i enlighet med punkterna 1.9.1 och 1.9.2 i Stockholmsbörsens derivatregelverk. Till exempel kan det röra sig om att en börsmedlem eller en clearingmedlem har försatts i konkurs, kommit på obestånd eller fått näringstillståndet indraget etc. Om en clearingmedlem inte uppfyller sina åtaganden skall kontrakt som tillhör dennes kunder omregistreras till någon annan clearingmedlem.⁷³

Enligt Stockholmsbörsens derivatregelverk punkt 1.9.4 som hänvisar till 4 kap. 8 § första stycket LBC skall ärendet vid överträdelser i börsverksamhet från börsmedlems sida, avgöras av en disciplinnämnd. Disciplinnämnden kan antingen få in en anmälan från Stockholmsbörsen eller från någon medlem. Ytterligare bestämmelser om nämndens förfaranden och beslut finns i föreskrifter om disciplinnämnd för börser och i 4 kap. 8 till 11 § § LBC.⁷⁴ Vid tillämpnings och tolknings tvister mellan kund och Börsen om derivatregelverket skall svensk rätt och svensk domstol avgöra frågan. Även forum har bestämts i enlighet med derivatregelverkets bestämmelser dvs. första instans i Stockholms tingsrätt. När det däremot gäller tvister mellan börsmedlem respektive clearingmedlem och Börsen skall dessa avgöras i enlighet med vad som närmare framgår av Börs- och clearingmedlemsavtalet.⁷⁵

För att en kund skall kunna handla med derivatinstrument på Stockholmsbörsen måste först kunden anslutas till en börsmedlem som har behörighet, detta sker genom att kunden undertecknar ett kundavtal. En kund måste även registreras hos CCAB dvs. clearing control, för att handel med derivatinstrument skall kunna äga rum. Vidare måste kund genom börsmedlems eller clearingmedlem öppna ett handelskonto eller ett clearingkonto.⁷⁶ CCAB är för övrigt en av Stockholmsbörsen och Svenska Fondhandlareföreningen gemensamt ägd oberoende gransknings- och kontrollorganisation. Huvudregeln enligt Stockholmsbörsens derivatregelverk är att kund skall vara anonym i förhållande till Stockholmsbörsen, därför betecknas kund med ett s.k. handelskontonummer respektive clearingkontonummer vid kontakt med börsen i fråga. Derivatregelverket föreskriver dock att en kunds identitet kan avslöjas för Stockholmsbörsen i vissa fall t.ex. då skadeståndstalan skall föras gentemot kund.⁷⁷

En kund får inte agera i förhållande till Stockholmsbörsen på egen hand utan måste alltid gå via en börsmedlem eller en clearingmedlem t.ex. genom att vända sig till en bank eller annat värdepappersinstitut. När en börsmedlem eller en clearingmedlem på uppdrag från en kund företräder honom/henne i förhållande till Stockholmsbörsen skall medlemmen agera i eget namn för kundens räkning genom att uppge kundens handelskontonummer respektive clearingkontonummer.

⁷³ Ibid. 1.9.1 till 1.9.15

⁷⁴ Se FFFS 1998:16; Stockholmsbörsens derivatregelverk 1.9.1 till 1.9.15

⁷⁵ Stockholmsbörsens derivatregelverk 1.20.1 till 1.20.3

⁷⁶ Ibid. 1.3.1

⁷⁷ Ibid. 1.3.2; 1.6.1; 1.7

”Kunden är berättigad och förpliktigad gentemot Börsen på samma sätt som om de åtgärder som vidtagits av Börs- respektive Clearingmedlemmen för Kundens räkning istället hade vidtagits av Kunden själv.”⁷⁸

En kund skall alltså till att börja med underteckna ett kundavtal. Det är clearingmedlemmen i fråga som ansvarar i förhållande till Stockholmsbörsen att detta blir gjort och att kundavtalet förvaras på ett s.k. betryggande sätt hos clearingmedlemmen. Dessutom skall CCAB tillsändas en kopia av kundavtalet från clearingmedlemmen för registrering och granskning. Kundens undertecknande av kundavtalet innebär även att kunden i fråga blir bunden av Stockholmsbörsens derivatregelverk.⁷⁹ Stockholmsbörsens derivatregelverk innehåller även regler om i fall Börsen skulle försättas i konkurs, härvid skall Börsens och motparters samtliga kontrakt omedelbart avslutas och avräknas.⁸⁰

4.2.1 Ansvarsbegränsning, extraordinära åtgärder, ändringar och tillägg

I Stockholmsbörsens derivatregelverk finns bestämmelser om hur långt Börsens ansvar sträcker sig i vissa specifika situationer dvs. regler om ansvarsbegränsning. Derivatregelverket innehåller även regler om s.k. extrema förhållanden, där Börsen inte kan göras ansvarigt för skada eller liknande som kan uppstå dvs. regler om extraordinära åtgärder. Stockholmsbörsen har dessutom möjlighet att göra ändringar och tillägg i derivatregelverket som kan beröra börs-/clearingmedlemmar och kunder etc. på olika sätt. Nedan följer en kort presentation över reglerna om ansvarsbegränsning, extraordinära åtgärder, ändringar och tillägg.

Enligt derivatregelverkets regler om ansvarsbegränsning kan Stockholmsbörsen inte göras ansvarigt för skada som är till följd av utländskt lagbud, svensk eller utländsk myndighetsåtgärd, krigshändelse, elavbrott, teleavbrott, brand, vattenskada, strejk, blockad, lockout, bojkott eller s.k. annan liknande händelse utanför Börsens kontroll. Ansvarsbegränsningen gäller även vid strejk, blockad, bojkott och lockout som har vidtagits av Börsen själv. Dessutom finns bestämmelser i derivatregelverket som undantar Börsen från ansvar, vid förlust av data, utebliven vinst eller annan s.k. indirekt skada.⁸¹

Vid börsverksamhet kan det inträffa problem som är av allvarlig art och som ligger utanför Börsens kontroll dvs. extraordinära åtgärder. Problemen kan vara t.ex. allvarliga marknadsstörningar, allvarliga kommunikationsstörningar eller andra tekniska problem. Föreliggande problem kan orsaka att Börsen får svårt att upprätthålla en väl fungerande börs- och clearingverksamhet. Härvid kan Börsen i enlighet med derivatregelverkets bestämmelser få rätt att helt stoppa eller begränsa börs- eller clearingverksamheten.⁸²

Slutligen kan Börsen vid behov göra ändringar eller tillägg till derivatregelverkets bestämmelser. Dessa ändringar och tillägg kan även inkludera redan förtecknade kontrakt. Om ändringar eller tillägg skall omfatta redan förtecknade kontrakt skall de dock först anmälas till Svenska Fondhandlareföreningen innan de träder i kraft. Börsen kan också om det

⁷⁸ Ibid. 1.3.2; 1.3.3

⁷⁹ Johansson, Svante, a.a. s.119; Stockholmsbörsens derivatregelverk 1.3.4; 1.6.2

⁸⁰ Ibid. 1.10.1

⁸¹ Stockholmsbörsens derivatregelverk 1.14.1 till 1.14.9

⁸² Ibid. 1.15.1 till 1.15.3

är lämpligt anmäla ändringar eller tillägg till någon annan företrädare för kunder, börsmedlemmar respektive clearingmedlemmar. Innan ändringar och tillägg kan träda i kraft skall ovan nämnda företrädare inom fem bankdagar från det att anmälan har skett ges tillfälle till samråd med börsen. Har samråd däremot inte påkallats träder Börsens ändringar och tillägg ” i kraft inom tid som av Börsen bedöms skälig”.⁸³

Ändringar och tillägg kan träda i kraft omedelbart utan att samråd med berörda företrädare har skett, om det är fråga om s.k. fara i dröjsmål eller ändringarna eller tilläggen är föranledda av t.ex. lagstiftning, domstolsavgörande eller beslut av myndighet. I normala fall sker emellertid ändringar och tillägg oftast kvartalsvis om inte s.k. särskilda skäl fodrar något annat.

Har ändringar eller tillägg gjorts till derivatregelverket skall Börsen informera börsmedlem respektive clearingmedlem. Däremot behöver börsmedlem och clearingmedlem endast informera kund om det anses vara erforderligt dvs. det är Börsen som bestämmer om det kan anses vara erforderligt för kund att få kännedom om dylika åtgärder.⁸⁴

4.3 Avslutande reflektioner

Stockholmsbörsens derivatregelverk innebär att Stockholmsbörsen på ett snabbt och smidigt sätt kan företa ändringar eller tillägg till regelverket i fråga. En fråga av intresse är därför om en kund kan angripa Stockholmsbörsens ensidiga ändringsmöjligheter på något sätt. Dessa ensidiga ändringsmöjligheter som tillkommer Stockholmsbörsen, är dock inte avtalsvillkor som är att anses som ogiltiga per se.

Till att börja med är det av betydelse att marknaden (Börsen) har aktörernas⁸⁵ förtroende för sin verksamhet. Detta förtroende skulle riskera att utsättas för kritik om Stockholmsbörsen t.ex. skulle försöka genomdriva alltför strikta bestämmelser i derivatregelverket. Aktörernas förtroende för marknaden som helhet utgör alltså en första spärr mot införande av alltför oskäliga bestämmelser i derivatregelverket.

Om en kund ändå vill angripa ett s.k. oskäligt avtalsvillkor i derivatregelverket borde denne kunna begagna sig av de vanliga avtalsrättsliga ogiltighets- och jämningsreglerna i 3 kap. AvtL, med särskilt beaktande av 36 § AvtL.⁸⁶

⁸³ Ibid. 1.17.1

⁸⁴ Ibid. 1.17.1 till 1.17.4

⁸⁵ Till exempel börs-/clearingmedlemmar och kunder.

⁸⁶ Se Jan, Ramberg och Christina, Hultmark, Allmän avtalsrätt, s.189-201; Svante, Johansson, a.a. s.89ff.

5 CLEARINGFUNKTIONEN

5.1 Allmänt om clearingfunktionen

För att värdepappersmarknaden skall kunna uppfylla sina ålägganden avseende tillhandahållande av riskkapital och lånekapital fodras att marknaden har aktörernas förtroende. En viktig del av detta förtroende består i att det finns clearing- och avvecklingssystem.⁸⁷ Dessa system bidrar till att värdepappersmarknaden kan fungera smidigt och problemfritt. Clearingfunktionen bidrar bland annat till att allmänhetens förtroende för en sund värdepappersmarknad kan upprätthållas. Ett av målen med att ha en fungerande clearingfunktion på marknaden är att den bidrar till minimerandet av olika typer av risker⁸⁸ som kan förekomma mellan olika aktörer. Om det inte fanns tydliga regler om clearingverksamhet skulle det också riskera att allvarligt hota betalningssystemet som helhet. De problem som kan uppstå vid clearingverksamhet skall dock tas om hand av clearingorganisationen och clearingmedlemmarna själva.⁸⁹

När en köpare och en säljare av ett finansiellt instrument skall ingå en affär på börsen träder clearingen in mellan de berörda parterna dvs. Stockholmsbörsen AB. Vad som händer är för det första att den ursprungliga relationen mellan köparen och säljaren upphör och för det andra att en tredje part träder in i avtalet dvs. clearingen. Det skall också betonas att clearingen endast träder in i avtal som clearingen själv har godkänt.⁹⁰

Clearingfunktionen underlättar även för de ursprungliga parterna i ett avtal att få möjlighet att sedan avtalet avslutats, oberoende av varandra, fritt kunna avyttra de rättigheter respektive skyldigheter de har mot varandra. Ett exempel på detta är att en utfärdare av en option kan avsluta sin affär om positionen medför förlust.

5.1.1 Clearingorganisation som central motpart

Vid en betalning eller leverans (avveckling) av en vara kan det uppstå risker⁹¹ av olika slag. När t.ex. en affär inte sammanfaller med tidpunkten för avveckling, innebär det att en köpare eller en säljare inte vet med säkerhet om motparten tänker fullfölja avtalet eller inte. Ett sätt att undvika och minska olika typer av risker är att överföra en affär till någon annan än de ursprungliga parterna i avtalet. Vad som främst åsyftas är att en clearingorganisation går in som central motpart i avtalet. Att en clearingorganisation går in som central motpart innebär bland annat att organisationen blir part i avtalet och att organisationen förpliktar sig att fullfölja avtalet i fråga.

I den börshandlade derivathandeln med finansiella instrument neutraliseras avvecklingsrisken på så sätt att Stockholmsbörsen AB går in som central motpart i clearingsystemet. Vid handeln med OTC-derivat förekommer emellertid inte alltid de säkerhetsarrangemang och en clearingorganisation som kan förhindra olika typer av risker t.ex. systemrisk.

⁸⁷ En komparativ jämförelse visar att det svenska clearing- och avvecklingssystemet fungerar relativt väl. Det finns emellertid problem beträffande avvecklingen av internationella aktier och i VPC s.k. urbackningssystem, se SOU 2000:11 s.209.

⁸⁸ Den intresserade läsaren som vill ta del av vilka närmare risker som finns med clearing- och avveckling hänvisas till t.ex. prop. 1995/96:50 s.41ff; SOU 1993:114 s.157-163; Afrell Lars, m.fl. a.a. 1998 s.96ff.

⁸⁹ SOU 1993:114 s.49; s.13; Prop. 1995/96:50 s.58, 60 och 81.

⁹⁰ SOU 1988:13 s.60.

⁹¹ En av de största riskerna som kan inträffa i en clearingorganisation är att motparten inte kan fullgöra leveranser av värdepapper eller inte kan betala för sig, se Afrell Lars, m.fl. a.a. 1998 s.102.

Med begreppet systemriskers åsyftas främst risker som kan utgöra en fara för det finansiella systemets stabilitet som helhet. Ett exempel på en systemrisk är då en banks inställelse av sina betalningar leder till att andra institut också blir drabbade av finansiella problem och i slutändan kan en spridningseffekt ha startats en s.k. dominoeffekt.⁹²

När en clearingorganisation frivilligt går in som central motpart i ett avtal eller kontrakt medför detta att organisationen utsätter sig för risker. En av dessa risker består i att clearingorganisationen skall ta på sig att garantera att de avtal som har träffats skall fullföljas. För att minimera riskerna kräver en clearingorganisation även att andra aktörer (börsmedlemmar) som agerar på t.ex. börsen skyddar sig mot risker. Detta skydd består i att clearingorganisationen kräver att andra aktörer i sin tur ställer garantier eller säkerheter för gjorda åtaganden vid olika affärer.⁹³

I detta sammanhang bör även uppmärksammas att om inte clearingfunktionen hade funnits skulle bindningen mellan en potentiell köpare och en säljare kunna leda till problem. Problemet hade helt enkelt varit av det slaget att det hade varit svårt för en utfärdare att kunna komma ur sin position vid t.ex. en optionsaffär. Här skall också framhållas att för den clearing som äger rum hos en clearingorganisation saknar det betydelse om clearingorganisationen är utfärdare eller innehavare av en option, eftersom clearingens position blir neutral. Att clearingens position blir neutral innebär att en innehavd option skall motsvaras av en motsvarande utfärdad option och en inhandlad termin skall motsvaras av en motsvarande termin som sålts. I och med att en köpare och en säljare har clearingens som motpart kan de ursprungliga parterna i ett avtal eller ett kontrakt agera oberoende av varandra dvs. genom att köpa eller sälja rättigheter respektive skyldigheter.⁹⁴

5.1.2 Stockholmsbörsen AB som central motpart

Vilka risker⁹⁵ som en clearingorganisation kan ställas inför har diskuterats flitigt i olika sammanhang. Till att börja med utsätter sig en clearingorganisation för stora risker när den går in som part och tar på sig att fullfölja olika options och terminskontrakt. Fördelen med att en clearingorganisation är villig att gå in som part och garant i de olika avtalen eller kontrakten, är att riskerna flyttas över till den centrala motparten dvs. Stockholmsbörsen AB. Detta konstaterande leder samtidigt till att riskkoncentrationen sker till enbart den centrala clearingorganisationen ifråga. I förlängningen leder denna ensidiga koncentration av risker till clearingorganisationen att dess system kan bli sårbara eftersom organisationens finansiella resurser givetvis inte är oändliga.

Andra risker som kan inträffa är att börsmedlemmar eller clearingmedlemmar t.ex. banker och fondkommissionärer blir mindre försiktiga i sina affärer. I slutändan kan det drabba clearingorganisationen som får ta de ekonomiska efterverkningarna av att medlemmarna tar för stora risker och är mindre försiktiga än de borde vara.

⁹² Med begreppet dominoeffekt menas, att en aktörs oförmåga att fullfölja sina åtaganden vid en bestämd tidpunkt innebär att även andra aktörer i sin tur inte kan fullfölja sina åtaganden vid rätt tidpunkt, se Afrell Lars, m.fl. a.a. 1998 s.109f, 137; SOU 2000:11 s.51, Bilaga 2 A:62.

⁹³ Prop. 1991/92:113 s.61f; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.66.

⁹⁴ SOU 1988:13 s.60; NJA 1995:693 s.695f.

⁹⁵ När det talas om risker är det viktigt att klarlägga att enligt Riksbankens derivatundersökning är riskerna generellt sett lägre vid clearad handel än vid icke clearad, se Prop. 1995/96:50 s.74; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.66.

Risker som en clearingorganisation kan komma att drabbas av är emellertid svåra att uppskatta på förhand. Detta hänger samman med att fullföljandet av ett options eller ett terminsavtal ofta sker långt senare än de ursprungliga avtalen har ingåtts.⁹⁶

5.2 Stockholmsbörsens clearingverksamhet

Den clearingverksamhet som sker idag av derivatinstrument i t.ex. optioner och terminer äger rum hos Stockholmsbörsen AB.⁹⁷ Clearingverksamhet kan kortfattat beskrivas på följande sätt; först har det slutits ett options- eller terminsavtal på Stockholmsbörsens marknadsplats dvs. en köpare och en säljare har kommit överens om priset på instrumentet. Direkt efter att parterna har kommit överens om ett specifikt pris på instrumentet överlämnas deras s.k. avslutningsförslag till clearingen. Därefter är det upp till clearingen att godkänna om de kan acceptera parternas uppgjorda avslutningsförslag. Om avslutningsförslaget sålunda godkänns sker en separering av den ursprungliga köparen och säljaren. Istället inträder clearingen som köpare i förhållande till säljaren och som säljare i förhållande till köparen.⁹⁸

Vad som har hänt är för det första att ett byte av part s.k. substitution har ägt rum och för det andra att det ursprungliga avtalet har bytts ut mot ett helt nytt avtal en s.k. novation.⁹⁹

När t.ex. en part i ett optionsavtal vill utnyttja sin möjlighet att agera på marknaden dvs. utnyttja sin optionsrätt, skall Stockholmsbörsen genom ett slumpmässigt förfarande utse en motpart. När den ursprungliga relationen mellan en köpare och en säljare har brutits inträder alltså clearingen som part i avtalet och då kan clearingen också registrera affären.

Registreringen innebär att clearingen kan räkna ut hur stora säkerheter som skall ställas för varje konto och en möjlighet för clearingen att övervaka sina motparters positioner.

Stockholmsbörsens clearing- och avvecklingsverksamhet omfattar dels de instrument som det handlas med på Börsen och dels de affärer som görs upp direkt mellan två parter i OTC-instrument. Ett exempel på det sistnämnda kan vara ränteterminer på penningmarknaden. Att ett avslut har ägt rum mellan två parter utanför Stockholmsbörsens marknadsplats behöver inte betyda att Börsen inte kan bli part i avtalet. För att Stockholmsbörsen skall godkänna och registrera ett dylikt avtal krävs för det första att köparen och säljaren insisterar på att registrering skall ske av deras avtal. För det andra krävs ett yrkande från någon av parterna och en bekräftelse från motparten. Ovan nämnda procedur kallas för OTC-clearing dvs. OTC handlade instrument som är clearade av Stockholmsbörsen.¹⁰⁰

Regler om clearingverksamhet finns i lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. I 1 kap. 1 § andra stycket LBC sägs det att ”Clearingverksamhet får yrkesmässigt¹⁰¹ bedrivas endast av Sveriges riksbank och av företag som fått tillstånd som clearingorganisation enligt denna lag”.¹⁰² För den som tänker starta en verksamhet som går ut på inträda som part eller på annat sätt garantera fullföljandet av t.ex. ett options eller terminsavtal, dvs. clearingverksamhet, krävs alltså tillstånd.

⁹⁶ Prop. 1995/96:50 s.45; Afrell Lars, m.fl. a.a. 1998 s.106f; Sveriges Riksbank – Den svenska finansmarknaden 2003 s.61.

⁹⁷ OM är enligt lag om börs- och clearing både en handelsplats (auktoriserad börs) och en clearingorganisation, SOU 2000:11, Bilaga 13 B:380.

⁹⁸ SOU 1988:13 s.58; Afrell Lars, m.fl. a.a. s.126.

⁹⁹ SOU 1993:114 s.91; Prop. 1995/96:50 s.44; Afrell Lars, m.fl. a.a. 1998 s.66.

¹⁰⁰ Prop. 1991/92:113 s.122; SOU 1988:13 s.60; SOU 1993:114 s.90.

¹⁰¹ Med kravet på yrkesmässighet menas att det skall vara fråga om mer än endast enstaka clearinguppdrag, se Prop. 1991/92:113 s.172.

¹⁰² Börs- och värdepapper 2002 s.29.

Vidare sägs det enligt 1 kap. 1 § andra stycket andra punkten LBC att tillstånd dock inte behövs om det gäller clearingverksamhet som huvudsakligen allmänheten deltar i.¹⁰³

Enligt 1 kap. 1 § tredje stycket LBC finns det dock ett undantag till andra styckets krav om tillstånd. Detta undantag innebär att, ”Tillstånd enligt andra stycket behövs inte om företaget har tillstånd enligt 1 kap. 2 § bankrörelselagen (1987:617) eller enligt 1 kap. 3 § 1, 2 eller 4 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse”.¹⁰⁴ Lagen (1991:981) om värdepappersrörelses 1 kap. 3 § första stycket stadgar att ”Värdepappersrörelse får, om inte annat följer av denna lag, drivas endast efter tillstånd av Finansinspektionen”.¹⁰⁵ Därefter redogörs vidare i andra styckets fem punkter för i vilka olika sammanhang som tillstånd får medges. Undantaget till tillståndskravet i LBC enligt ovan finns alltså i första, andra och fjärde punkten. Första punkten talar om att tillstånd får ges för ”handel med finansiella instrument för annans räkning i eget namn”. Andra punkten talar om att tillstånd får ges till ”förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument eller i annat fall medverkan vid transaktioner avseende sådana instrument”. Fjärde punkten talar om att tillstånd kan ges för ”förvaltning av någon annans finansiella instrument”.¹⁰⁶

Vidare anges det i 1 kap. 2 § LBC vilka aktörer som är berättigade till att få tillstånd, dessa är svenska aktiebolag, svenska ekonomiska föreningar och utländska företag.

Definitionen på clearingverksamhet finns i 1 kap. 4 § fjärde punkten LBC dvs. punkterna a, b och c. Clearingverksamhet är alltså en fortlöpande verksamhet som består i;

- a) att på clearingmedlemmarnas vägnar göra avräkningar beträffande deras förpliktelser att leverera finansiella instrument eller att betala i svensk eller utländsk valuta, eller;
- b) att genom inträdande som part eller som garant ta över ansvaret för förpliktelsernas fullgörande, eller;
- c) på annat väsentligt sätt sörja för att förpliktelserna avvecklas genom överförande av likvid eller instrument.¹⁰⁷

5.2.1 Förutsättningar för tillstånd enligt åttonde kapitlet LBC

Enligt 8 kap. 1 § första stycket första meningen LBC sägs det att ”En clearingorganisation skall driva sin verksamhet så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras samt i övrigt så att verksamheten kan anses sund”¹⁰⁸, dvs. ett sundhetskrav. Sundhetskravet är en allmän förhållningsregel för värdepappersmarknaden i stort och gäller följaktligen inte enbart för clearingorganisationer utan även för börsverksamhet.¹⁰⁹ Begreppet sund värdepappersmarknad innebär t.ex. att det finns en organisation av verksamheten i fråga, inre kontroll, säkerhet i form av pålitliga tekniska system, genomlysning, regler om betalning och leveransrutiner m.m.

Vidare sägs det i 8 kap. 1 § första stycke andra meningen LBC att en clearingorganisation skall tillgodose de säkerhetskrav som är förenade med verksamheten. I samband med detta skall en clearingorganisation enligt 8 kap. 1 § andra stycket tillämpa principen om fritt

¹⁰³ Se lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, 1 kap. 1 § tredje stycket första punkten.

¹⁰⁴ Börs- och värdepapper 2002 s.29

¹⁰⁵ Ibid. s.8.

¹⁰⁶ Ibid. s.8.

¹⁰⁷ Ibid. s.29.

¹⁰⁸ Ibid. s.36.

¹⁰⁹ Jfr t.ex. sundhetskravet i 2 kap. 1 § LBC som handlar om förutsättningar för auktorisation för börser.

tillträde och principen om neutralitet. Principen om fritt tillträde innebär att var och en som uppfyller kraven enligt LBC och av clearingorganisationen får delta i clearingen. Syftet med principen är att möjliggöra att ett stort antal aktörer kan agera på finansmarknaden samtidigt dvs. bidra till en fungerande marknad med hög likviditet. Principen om neutralitet innebär att en clearingorganisations antagna regler skall tillämpas på ett likformigt sätt gentemot alla clearingmedlemmar.¹¹⁰ En annan viktig princip för en clearingorganisation, är att kunna agera utan hänsynstagande till ägarintressen. Denna princip innebär i praktiken t.ex. att en börs skall uppträda självständigt vid hantering av order eller uppdrag och iaktta de regler som gäller vid börshandeln.

Sammanfattningsvis innebär principerna ovan att kriterierna för medlemskap i ett clearing- och avvecklingssystem skall vara utformade på ett öppet och icke diskriminerande sätt.¹¹¹

¹¹⁰ Börs- och värdepapper 2002 s.36.

¹¹¹ Prop. 1991/92:113 s.60f; Afrell, Lars, m.fl. a.a. 1998 s.121f.

6 SÄKERHETER

6.1 Allmänt om ställande av säkerheter

I Stockholmsbörsens derivatregelverk och i LBC finns bestämmelser om säkerheter. Regler om säkerheter är bland annat till för att marknadens aktörer skall kunna uppfylla sina förpliktelser på ett säkert sätt gentemot varandra. I följande avsnitt skall en redogörelse göras över vilka bestämmelser som finns i LBC om säkerhetskrav. Därefter kommer Stockholmsbörsens derivatregelverk att tas upp till behandling. Avslutningsvis skall en genomgång av s.k. nollriskkunder göras och dessutom skall två rättsfall tas upp.

6.2 Säkerhetskrav enligt 9 kap. LBC och Derivatregelverket

Enligt 9 kap. 2 § första stycket första meningen LBC sägs det att ”en clearingorganisation som inträder som part i handeln eller garanterar förpliktelser skall se till att det vid clearingverksamheten ställs betryggande säkerhet för gjorda åtaganden och att sådan säkerhet vidmakthålls så länge åtagandet består”.¹¹² När det däremot gäller s.k. annan typ av clearingverksamhet skall clearingorganisationen endast ”se till att det ställs säkerhet för gjorda åtaganden i den utsträckning det behövs”.¹¹³ Ett exempel på det senare är när en clearingverksamhet inte har en clearingorganisation som går in som central motpart i olika kontrakt.¹¹⁴ Sista meningen i 9 kap. 2 § LBC förklarar vad som menas med en betryggande säkerhet dvs. en ”Säkerhet skall anses betryggande om det kan antas att åtagandet kan avvecklas utan att ytterligare kapital behöver tillskjutas”. Enligt 9 kap. 3 § har dock en clearingorganisation möjlighet att efterge kravet på säkerhet om det visar sig att det är uppenbart att säkerhet inte behövs. Ett beslut om ett negligierande av säkerhetskravet enligt 3 § får dock inte tillämpas innan det har godkänts av Finansinspektionen. Regeringen eller FI har också möjlighet att i detalj meddela föreskrifter om säkerhetskrav.¹¹⁵

Den uppmärksamme läsaren bör notera att det inte framgår uttryckligen i lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet 9 kap. hur stort säkerhetskravet i själva verket skall vara. Om man går till förarbetena till lagen om börs- och clearingverksamhet sägs där att det ankommer på clearingorganisationen att tillgodose säkerheten. Vidare framgår det av förarbetena att det åligger FI som tillsynsmyndighet att övervaka säkerhetskravens bestämmelser.¹¹⁶ Som helhet kan sägas att ett bestämt belopp på säkerheter inte uttryckligen har angetts i LBC på grund av att osäkerhetsmomentet vid olika typer av handel skiljer sig åt beroende på vilket instrument man har att göra med. För vissa derivatinstrument är risken hög och för andra inte. För att reglerna om säkerheter skall vara anpassad till marknadens villkor och vara flexibla har förarbetena inte specificerat något uttryckligt belopp.¹¹⁷ Enligt Stockholmsbörsens derivatregelverk skall kund och clearingmedlem ställa säkerhet på förpliktelser som görs i clearingverksamheten.¹¹⁸ Av säkerhetslistan som finns i derivatregelverket finns närmare bestämmelser om vilka säkerheter som godtas av clearingmen.

¹¹² Börs- och värdepapper 2002 s.38.

¹¹³ Se 9 kap. 2 § första stycket andra meningen LBC i Börs- och värdepapper 2002 s.38.

¹¹⁴ Prop. 1995/96:50 s.80.

¹¹⁵ Se 9 kap. 3 och 4 § § LBC i börs- och värdepapper 2002 s.38.

¹¹⁶ Prop. 1991/92:113 s.125.

¹¹⁷ Prop. 1990/91:142 s.94f.

¹¹⁸ Stockholmsbörsens derivatregelverk 3.1.6

En kund kan ställa säkerhet på två olika sätt dvs. antingen direkt eller indirekt. Direkt ställande av säkerhet innebär att kund ställer säkerheten direkt till clearingen. Indirekt ställande av säkerhet däremot innebär att kund först ställer säkerhet till medlem och därefter ställer medlemmen i sin tur säkerhet direkt mot clearingen för kundens räkning. Clearingmedlems ställande av säkerhet skall enligt derivatregelverket alltid ställas direkt till clearingen. De säkerheter som har ställts i handeln administreras av det säkerhetsinstitut som kund eller medlem har träffat uppdrag med. De säkerhetsinstitut som är godkända framgår av derivatregelverkets s.k. förteckning över säkerhetsinstitut.¹¹⁹

6.3 Nollriskkunder

När en kund tvingas att ställa säkerhet i enlighet med LBC och Stockholmsbörsens derivatregelverks krav binds tillgångar upp genom s.k. deposition eller pantförskrivning. Om det däremot görs undantag för någon kund medför detta att denna kund får en s.k. fördel framför andra kunder i och med att tillgångar inte behöver tas i bruk för ställande av säkerhet. En kund som inte behöver ställa säkerhet kallas för en nollriskkund.¹²⁰ Nollriskkunderna innebär i förlängningen att olika aktörer kan komma att konkurrera på olika villkor. Vilket kan resultera i obalanser och konflikter på värdepappersmarknaden som helhet. Med beaktande av att olika kunder skulle komma att konkurrera på olika villkor ansåg optionsutredningen¹²¹ att det således inte borde finnas möjlighet att göra undantag från säkerhetskraven vid handel med standardiserade terminer och optioner. Går man däremot till värdepappersmarknadskommitténs¹²² betänkande finns där ett resonemang beträffande bankers skyldighet att ställa säkerheter. Kommittén kom fram till att det bör finnas utrymme för att medge banker undantag från ställande av säkerheter s.k. blanco krediter.¹²³

6.4 Rättsfall

6.4.1 Allmänt

De tvister och domstolsprocesser som har förekommit med anledning av börsernas och clearingorganisationernas verksamhet i Norden har varit få till antalet. Till största del handlar rättsfallen om att kunder har tyckt att medlemmar har brutit i sin informationsplikt angående inkrävande av relevanta handlingar eller säkerheter av kunder etc.¹²⁴

6.4.2 Dom av Linköpings tingsrätt 1992-03-03, DT 130, i mål T646/90, T654/90 och T655/90

Parterna i målet var på käre sidan; Placeringskonsulten AB, Happy End AB och Golddigger AB. Bolagens huvudsakliga affärsrörelse gick ut på att bedriva handel med värdepapper. Part i målet på svarande sidan var Östgöta Enskilda Bank. Placeringskonsulten

¹¹⁹ Ibid. 3.7.1 till 3.7.7

¹²⁰ Prop. 1990/91:142 s.6.

¹²¹ SOU 1988:13

¹²² SOU 1989:72

¹²³ Prop. 1990/91:142 s.6f.

¹²⁴ Berggren, Hans, i NJM 1996 s.213.

AB m fl. hävdade i målet att banken hade lurat Laaksonen att utsätta bolaget för enorma risker genom utfärdande av stora volymer av optioner s.k. rullningar. Dessa s.k. rullningar hade av bankens rådgivare försäkrats vara ”riskfria” placeringar” och ett säkert sätt att tjäna mycket pengar. Till sist visade det sig att råden som bolagens företrädare fått av banken blev till mycket stora förlustaffärer för bolagen i fråga. Kärandesidan invände också i målet på att de säkerhetskrav som gäller vid handel inte hade iakttagits av banken. Vidare ansåg kärande sidan att de inte fått information om att det krävs säkerheter av stor omfattning för att s.k. rullningar skall vara en lönsam affär på sikt.

Med rullning menas att utfärdaren istället för att lösa in optionen på slutdagen återköper optionen och ställer ut en ny option med senare lösendag och med högre indexvärde.

Banken däremot förde sin argumentation med utgångspunkt i att deras rådgivare inte hade lämnat några riskfria råd. Dessutom hade kärandesidans företrädare betraktats som en mycket rutinerad person i värdepappersaffärer och ansågs också vara väl insatt i de risker som föreligger vid all typ av spekulation. Banken hade inte heller försökt övertala kärandesidans företrädare att göra de riskabla affärerna i fråga utan det var dennes eget beslut och inte bankens. Varför banken inte hade upplyst kärandesidans företrädare om de stränga säkerhetskrav som gäller har sin förklaring i att banken inte hade åtagit sig att gentemot bolagen svara för att säkerhet skulle föreligga. Banken konstaterar alltså att kravet på säkerhet gäller för banken gentemot Stockholmsbörsen, däremot föreligger det inte någon skyldighet för banken att kräva säkerhet från kunderna dvs. i detta fallet bolagen.

I målet har bolagen åberopat BFFS 1988:7 (B5)¹²⁵ där det framgår av punkten 1.2 att bank eller fondkommissionsbolag svarar för att slutkund ställer erforderliga säkerhetsbelopp för varje slutkund. Säkerhetskraven är enligt BFFS inte enbart till för att skydda fondkommissionärer och clearingorganisationer från förluster om inte slutkunder kan uppfylla sina åtaganden på grund av utfärdade optioner etc. Säkerhetskraven skall även fungera som en administrativ kontroll så att slutkunder inte utfärdar optioner i en utsträckning som överstiger deras ekonomiska förmåga att uppfylla ingångna åtaganden. Om banker eller fondkommissionärer negligerar säkerhetskraven för slutkunder och struntar i dem, finns risken enligt författaren att skyddet för dem tas bort och slutkunderna riskerar att utsättas för risker som de inte annars skulle ha utsatts för.

I domskälen konstaterades det att det alltid föreligger någon form av risk vid handel med värdepapper. Vidare sades det i domskälen att den påstådda garantin som skulle ha lämnats av bankens rådgivare inte kunde styrkas och att det därför inte kunde bli fråga om ansvar i denna del. Det mest intressanta resonemanget enligt författarens mening är dock diskussionen om ställande av säkerheter som finns i slutet av domen. Här framgår det av de s.k. öppningshandlingarna i Stockholmsbörsens derivatregelverks allmänna villkor att det krävs att en kund ställer säkerheter för t.ex. utfärdade optioner. Av derivatregelverkets allmänna villkor och av de allmänna råd från bankinspektionen som har lagts fram i målet framgår alltså att säkerhetskraven är till för att skydda kunder. I detta sammanhang är det därför en förutsättning att kunder får kännedom om vilka säkerhetskrav som gäller. I detta mål har det utförts optionsaffärer i enlighet med en s.k. rullningsstrategi, enligt rättens mening kan detta öka kravet på information om vilka säkerhetskrav som gäller. Emellertid konstaterar rätten att bolagen haft viss information om de säkerhetskrav som gäller utifrån texten i öppningshandlingarna och utifrån derivatregelverkets allmänna villkor. Men en mer ingående beräkning av det s.k. säkerhetssaldot har enligt rättens mening ansetts vara alltför svårt att uppskatta av bolagens företrädare. Det säkerhetssaldo som här nämns är ett saldo som

¹²⁵ Bankinspektionens allmänna råd angående handel med standardiserade optioner och aktieterminer samt vissa rutiner inom aktiehandelsrörelse utfärdade 1988-02-04.

Stockholmsbörsen räknar fram efter varje börsdag och som nästkommande dag tillställs fondkommissionärer eller banker.¹²⁶ I målet har bolagens företrädare inte fått uppgifter om säkerhetssaldot på en daglig basis utan endast fått kontoutdrag en gång i månaden. Med anledning av de mycket snabba förändringar av säkerhetssaldot som kan förekomma vid utfärdande av optioner i större antal anser rätten därför att informationskravet på banker skall ställas högt.

I målet konstaterades också att banken i egenskap av uppdragstagare har ett väldigt stort ansvar för att uppdragsgivaren får information av relevant omfattning för det resultat som skall uppnås.

Banken har enligt rättens mening inte i tillräcklig mån givit bolagens företrädare information om de stora krav på säkerheter som krävs vid s.k. rullningar. Om de riktiga säkerhetskraven hade kommit till bolagens företrädares kännedom skulle dessa inte ha genomfört affärerna med rullningar eftersom bolagens placeringsstrategi inte var att utsätta bolagen för hög risk. Slutligen hade rätten att ta ställning till om det fanns ett samband mellan bankens försummelse och bolagens förluster dvs. om skadeståndsskyldighet hade uppkommit för banken. Rätten konstaterade att försummelse förelåg från bankens sida och att banken således blev skadeståndsskyldigt gentemot bolagen i fråga.

6.4.3 Dom av Borås tingsrätt 1995-05-15, DT 269, i mål T661/93

Parterna i målet var på kändesidan, Borås Sparbank och på svarande sidan, Jan Mordenfeld. Frågan i målet var om vissa optionsaffärer som Jan hade låtit utföra genom bankens försorg skulle medföra ansvar för banken i egenskap av uppdragsgivare. I målet framgick det att Jan hade negligerat bankens råd om inköpande av s.k. stoppar för begränsning av riskerna vid optionshandeln. Vid en senare tidpunkt när Jan emellertid gick med på att köpa försäkringar i form av s.k. stoppar var det dock för sent eftersom Riksbanken hade givit besked om att kronan skulle flyta. En annan fråga i målet som rätten skulle ta ställning till handlade om att banken hade låtit Jan ställa otillåtna säkerheter i form av borgen och fastighetsinteckningar. Jan hade inte heller fått ta del av det dagliga relevanta säkerhetssaldot från bankens sida. I domskälen konstaterades att säkerhetskraven enligt Stockholmsbörsens derivatregelverks regler inte hade iakttagits av banken, men att Jan emellertid skulle ha genomfört affärerna ändå. Anledningen till detta skulle enligt rättens mening ha varit att Jan vid ett flertal tillfällen gjort optionsaffärer förut och att han hade ett mycket stort kunnande om optioner. Rätten konstaterade vidare att Jan till stor del hade ställt säkerhet i form av annan egendom än sådan som var godkänd enligt derivatregelverket. Med anledning av detta konstaterande kan det inte anses att Jan visat att en korrekt uppgift om storleken på säkerhetskravet och säkerhetssaldot skulle ha avhållit honom från att beordra transaktionerna som ägt rum. Rätten fastslog att Jan Mordenfelds talan om ersättning avslogs.¹²⁷

Dessa båda mål handlade sammanfattningsvis om huruvida underlåtenhet från medlems sida att upplysa om relevanta säkerhetskrav, skulle få till följd att kundens uppkomna förluster skulle täckas av medlemmar. I det första fallet blev utgångspunkten att så var fallet, medan det i det sistnämnda fallet blev ett motsatt avgörande. Dessa båda rättsfall gör inte anspråk på

¹²⁶ Vid beräkning av hur stor säkerhet som behövs vid ett enskilt fall används en metod som kallas marginalsäkerhetsmetoden. Denna metod används förutom i Sverige även internationellt. För en mer detaljerad genomgång av denna metod hänvisas den intresserade läsaren till t.ex. Prop. 1990/91:142 s.94f; SOU 1988:13 s.62f.

¹²⁷ Borås tingsrätts dom nr DT 269, den 15 maj 1995 i mål nr T661/93 (Parterna har sedermera förlikts).

att måla upp en bild av hur rättspraxis kan tänkas se ut, utan är bara till för att påvisa hur domstolen har resonerat i två specifika fall.

7 ANALYS- OCH SLUTSATSER

Utgångspunkten vid författandet av denna uppsats var till en början att försöka leta fram olika sorters juridiska problem med options och terminshandeln. Allteftersom arbetet fortskred visade det sig emellertid att litteraturen som behandlade just detta specifika område inte var särskilt omfattande. Den huvudsakliga källan till information i denna uppsats har därför i stora drag hämtats från Svante Johanssons bok "Options- och terminsavtal – En rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument". Ett av syftena med uppsatsen har varit att försöka beskriva vad ett options respektive ett terminskontrakt är för något och deras användningsområden. Definitionen på en option respektive termin hittar man bland annat i lagen om börs och clearingverksamhet. Ett annat syfte med uppsatsen har även varit att kartlägga den s.k. börsrättsliga regleringen och vilka regler och bestämmelser som är viktiga för optioner och terminer.

Ett annat syfte med uppsatsen har också varit att närmare undersöka vilka s.k. skyddsmekanismer som finns avseende handeln med optioner och terminer. Utgångspunkten har här varit Stockholmsbörsens clearingorganisation, som bidrar till att finansiella instrument kan byta ägare på ett säkert och smidigt sätt. En annan utgångspunkt i uppsatsen har varit att undersöka varför säkerheter är viktiga vid handeln med optioner och terminer.

I uppsatsen har Stockholmsbörsens derivatregelverk fått ett eget kapitel på grund av dess viktiga betydelse för regleringen kring handeln med optioner och terminer. Det huvudsakliga temat vid författandet av uppsatsen har varit att finansiella instrument såsom främst optioner, innebär en stor risk för den oerfarne respektive erfarne aktören. Betydelsen av detta resonemang leder fram till slutsatsen att det är mycket viktigt att ha klart för sig hur optioner respektive terminer fungerar och vilken reglering som finns däromkring.

Uppsatsen gör för övrigt inte anspråk på att försöka få fler personer att handla med optioner utan är endast ett försök till en ökad förståelse och insikt om denna typ av instrument. Handeln med optioner är alltid förknippat med en större risk, jämfört med en placering i en vanlig aktie. Handeln kan som sagt innebära mycket stora vinster men även leda till enorma förluster.

Att dra några slutsatser av denna uppsats är svårt eftersom författarens utgångspunkt vid författandet inte har varit att tillföra några nya teorier utan mer har varit av det förklarande stadiet. Förhoppningsvis bidrar uppsatsen till att belysa, ett för jurister mindre kartlagt område.

KÄLL - OCH LITTERATURFÖRTECKNING

Litteratur

Afrell Lars, Klahr Håkan, Samuelsson Per: "Lärobok i kapitalmarknadsrätt", upplaga 2:1, Stockholm 1998.

Afrell Lars, Klahr Håkan, Samuelsson Per: "Lärobok i kapitalmarknadsrätt", Stockholm 1995.

Andersson Lennart: "Värdepapper – En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna", femte upplagan, Uddevalla 2002.

Berggren Hans: "Nya finansiella instrument – normer och aktörer", NJM 1996 s.183-223.

Caterina af Sandberg, "Prospektansvaret – Caveat emptor eller caveat venditor?", Stockholm 2001.

De Ridder Adri: "Finansiell ekonomi – Om företaget och finansmarknaden", upplaga 1:1, Stockholm 2000.

"Den svenska derivatmarknaden – omfattning och systemrisk", Sveriges Riksbank. Finansmarknadsavdelningen, juli 1994.

"Den svenska finansmarknaden 2003", Sveriges Riksbank, Stockholm 2003.

Jan Ramberg, Christina Hultmark: "Allmän avtalsrätt", upplaga 5:1, Stockholm 1999.

Jansson Per-Ola: "Regelbildning på värdepappersmarknaden – ett samspel mellan dynamik och stabilitet", Stockholm 1995.

Johansson Svante: "Options- och terminsavtal – en rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument", upplaga 1:1, Stockholm 1998.

Kristiansson Björn: "Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år", upplaga 1:1, Stockholm 1996.

Kågerman Pontus: "Värdepappersmarknadens regelsystem – lagreglering, självreglering och etik", Stockholm 2001.

Rydén Bengt, Rydin Urban: "Regelverk på värdepappersmarknaden – kunskap för finansiell rådgivning", upplaga 1:1, Kristianstad 2001.

Östman Helena, Åsbrink Erik: "Finansinspektionen 10 år", Stockholm 2001.

Offentligt tryck

SOU 1988:13. Handel med optioner och terminer.

SOU 1989:72. Värdepappersmarknaden i framtiden.

SOU 1993:114. Konto, clearing och avveckling.

SOU 1994:68. Otillbörlig kurspåverkan och vissa insiderfrågor.

SOU 2000:11. Finanssektorns framtid.

Prop. 1990/91:142. Handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.

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

Prop. 1995/96:50 Clearingverksamhet m.m.

Publicerade rättsfall

NJA 1989:428

NJA 1995:693

Opublicerade rättsfall

Dom av Borås tingsrätt 1995-05-15, DT 269, i mål T661/93.

Dom av Linköpings tingsrätt 1992-03-03, DT 130, i mål T646/90, T654/90 och T655/90.

Råd och föreskrifter

BFFS 1988:7 (B5): Bankinspektionens allmänna råd angående handel med standardiserade optioner och aktieterminer samt vissa rutiner inom aktiehandelsrörelse utfärdade 1988-02-04.

Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser.

Europafördrag och regelsamling

Maastricht- och Romfördragen i deras lydelse enligt Amsterdamfördraget, upplaga 3:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1998.

Börs & värdepapper 2002 – FARS:s Regelsamling II, Stockholm mars 2002.

Stockholmsbörsens derivatregelverk, se:

<http://www.stockholmsborsen.se/regulations/index.asp?lank=7&lang=swe>

Direktiv

Rådets direktiv 79/279/EEG av den femte mars 1979 om samordning av villkoren för upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

Rådets direktiv 80/390/EEG av sjuttonde mars 1980 om samordning av kraven på upprättande, granskning och spridning av prospekt som skall offentliggöras vid upptagande av värdepapper till officiell notering vid fondbörs.

Rådets direktiv 81/121/EEG av den femtonde februari 1982 om information som regelbundet skall offentliggöras av bolag vars aktier har upptagits till officiell notering vid fondbörs.

Rådets direktiv 93/22/EEG av den tionde maj 1993 om investeringstjänster på värdepappersområdet.

Europaparlamentets och rådets direktiv 98/26/EG om slutlig avveckling i system för avveckling av betalningar och värdepapper.

Övrigt

Telefonkontakt med Finansinspektionen Lennart Torstensson, den 7/7-03.

Telefonkontakt med Stockholmsbörsen, chefsjurist Ulf Lindgren, den 4/7-03.