



Handelshögskolan  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# MiFID

En analys av direktivet om marknader för finansiella instrument och dess inverkan på kundens ställning på värdepappersmarknaden.

Kandidatuppsats 15hp, HT2009  
Industrial & Financial Management  
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

*Författare:* Joanna Hallberg (19840817)  
Jonas Holst (19840425)  
*Handledare:* Ted Lindblom

# Abstract

This essay aims to analyse the Markets in Financial Instruments Directive, formally called MiFID, and whether it improves the situation of the investor, the customer, on the market for securities. MiFID is a directive from the European Union and was implemented by the member states in 2007. Besides having the objective to harmonise the European financial market, the directive aims to increase competition and efficiency among the markets in the member states.

After our initial reasearch in the area we choosed to do a textual analysis and divide the content of MiFID into three main areas: trading venues, transparency and investor protection. These areas are subsequently analysed in relation to the investor's situation on the market for financial securities and the overall question at issue is whether MiFID improves the situation of the investor. With the purpose of coming to a conclusion on this main question, working questions are furthermore used to support the progress of the essay.

The implementation of MiFID in the member states may be formally completed. However, in reality it is, in our opinion, still an ongoing process. New trading venues are being established and the responsible authorities in the member states are continuing their work and adresses shortages in the market. By using relevant theories to support the analysis of the effects on for example competition, transparency and investor protection we come to the conclusion that MiFID indeed improves the situation of the investor on the market for securities.

-----

*Key words:* MiFID, Market in Financial Instruments Directive, securities, financial instruments, investor protection, transparency, trading venues, EU, European Union.

# Innehållsförteckning

1.	Inledning.....	1
1.1.	Bakgrund .....	1
1.2.	Problemdiskussion .....	2
1.2.1.	Behoven som direktivet ämnar uppfylla .....	2
1.2.2.	Problematisering av direktivets innehåll i tre områden.....	3
1.3.	Frågeställningar.....	6
1.4.	Syfte .....	6
1.5.	Avgränsningar .....	7
1.6.	Struktur och disposition.....	7
2.	Metod.....	8
2.1.	Litteraturstudie som metod.....	8
2.2.	Informationssökning .....	9
2.3.	Tillvägagångssätt i analysen.....	10
3.	Studiens referensram.....	12
3.1.	Relevanta teorier .....	12
3.2.	MiFID i sitt sammanhang .....	14
3.3.	MiFID:s framväxt.....	15
3.4.	Värdepappersmarknaden .....	17
4.	Diskussion om direktivets innehåll.....	19
4.1.	Marknadsplatser .....	19
4.1.1.	Konkurrens .....	19
4.1.2.	Internalisering och fragmentering.....	20
4.2.	Genomlysning .....	21
4.2.1.	Pre- & posttransparens.....	22
4.2.2.	Tillhandahållande av information.....	23
4.3.	Investerarskydd.....	24
4.3.1.	Kundkategorier .....	25
4.3.2.	Investerings tjänster .....	25
4.3.3.	Intressekonflikter.....	27
4.3.4.	Bästa möjliga resultat .....	28
5.	Kundens ställning .....	30
5.1.	Marknadsplatser och genomlysning.....	30
5.2.	Investerarskydd.....	32
6.	Slutsatser.....	34
	Referensförteckning.....	35

# 1. Inledning

---

*Efter en inledande presentation av ämnesområdet problematiseras MiFID-direktivet utifrån tre områden. De identifierade problemområdena specificeras därefter genom en modell i avsnittet om uppsatsens frågeställningar. Avslutningsvis behandlas uppsatsens avgränsningar och struktur.*

---

## 1.1. Bakgrund

Den europeiska integrationsprocessen är ständigt pågående och utvecklingen efter andra världskriget till dagens allt mer nära samarbete är unik av sitt slag. Den har inte bara ritat om den geografiska och politiska kartan i Europa utan den har också förenat många av kontinentens länder till en stark ekonomi. Europeiska unionen, EU, omfattar idag 27 medlemsländer och dess sammanlagda befolkning når nästan en halv miljard människor. Delaktighet i EU innebär inte bara fri rörlighet mellan medlemsstaterna för medborgarna utan likaså fri rörlighet för varor, tjänster och kapital. Vägen mot en gemensam marknad stakades på allvar ut i mitten av 1980-talet genom Europeiska enhetsakten och har sedan dess varit en hörnsten i de efterföljande fördrag som unionen antagit, men det har också varit en grundtanke för direktiv inom flera områden, exempelvis för Direktivet om Investeringstjänster, ISD<sup>1</sup>. Detta direktiv ämnade sätta ut spelreglerna för den europeiska finansmarknaden men redan inom tio år pekade allt mer på ett behov av en revidering av direktivet för att säkra en integrerad finansiell marknad inom EU. Detta ansågs nödvändigt för en lyckad strategi om att trygga europeisk tillväxt och sysselsättning.<sup>2</sup> Denna process avslutades inte förrän år 2007 då direktivet om marknader för finansiella instrument<sup>3</sup>, härnäst benämnt MiFID, slutligen implementerades i medlemsstaternas nationella rätt.

Att ha en lyckad strategi för tillväxt och sysselsättning har sällan varit så nödvändigt som nu, då Europa, liksom övriga världen, har drabbats hårt av en finansiell kris. Finanskrisen påvisade bland annat hur ömsesidigt beroende samhälle och ekonomi är av varandra och att en ekonomisk nedgång snabbt sprider sig över världen. Finanskrisen hade också en negativ inverkan på värdet av finansiella instrument och fick kurserna på världens börser att falla kraftigt. Många investerare drabbades hårt av denna negativa utveckling och i ljuset av detta blir ämnesvalet för vår uppsats relevant. Vikten av regleringar och riktlinjer som säkrar dynamiken i de finansiella systemen blir allt mer påtagliga, särskilt ur investerarens perspektiv då styrkeförhållandena mellan denne, som kund, och värdepappersföretagen på den finansiella marknaden kan vara ojämna.

Det är i diskursen om den pågående europeiska integrationsprocessen och regleringar på finansmarknaden som idén till uppsatsen har sitt ursprung. Vår bakgrund i facken juridik å ena sidan

---

<sup>1</sup> Direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 om investeringstjänster inom värdepappersområdet.

<sup>2</sup> Europeiska gemenskapens officiella tidning, 2002-01-24, s. 1.

<sup>3</sup> Europa parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG. Publ. i Europeiska unionens officiella tidning, L145, 47 årgången, 2004-04-30.

och europakunskap å andra sidan förenas i ämnesvalet där konsekvenserna av ett direktiv från EU som implementerats i svensk nationell rätt fokuseras ur kundens perspektiv.

## 1.2. Problemdiskussion

MiFID skapades för att korrigera och förbättra den finansiella marknaden i EU. Direktivet skall effektivisera marknaden, stärka konkurrensen och genom olika åtgärder förbättra dess funktionalitet. Processer som syftar till att skapa en integrerad finansiell marknad, där investeraren skyddas samtidigt som marknadens dynamik och effektivitet säkras, är enligt Europaparlamentet och Europeiska unionens råd förmånliga att driva på gemensamhetsnivå. De menar att medlemsstaterna vinner på samarbete istället för att ha 27 åtskiljda nationella strategier och i MiFID-direktivet hänvisas till subsidiaritets-principen för att motivera att åtgärderna ska genomföras på gemenskapsnivå.<sup>4</sup> Princip har tre delar som kan liknas vid kriterier för att gemenskapens institutioner ska svara för åtgärderna inom ett visst område: målen ska inte gå att uppnå av medlemsstaterna själva, gemenskapen ska ha bättre utsikter att lyckas på grund av exempelvis storskalighet och slutligen ska åtgärden stå i proportion till behoven samt inte bestrida gällande fördrag.<sup>5</sup>

Direktivet stipulerar att det i varje medlemsland ska finnas en statlig kontrollinstans som övervakar värdepappersföretagens verksamhet. Till denna instans ska alla transaktioner inrapporteras och övervakas. Det ska också finnas en myndighet i varje medlemsstat som ansvarar för kontakten med övriga medlemsländer i frågor som rör MiFID:s område. Direktivet öppnar för att flera myndigheter kan dela på tillsynen av regleringen, men i Sverige är dessa funktioner fortfarande koncentrerade till Finansinspektionen. Om tillsynen dock är uppdelad mellan olika instanser är det viktigt att ansvarsområdena är väl definierade.<sup>6</sup> Finansinspektionen auktoriserar värdepappersföretagen och de genomför kontinuerligt analyser av effekterna av direktivets föreskrifter på den svenska marknaden.

### 1.2.1. Behoven som direktivet ämnar uppfylla

Den svenska riksdagens proposition om en ny lag om värdepappersmarknaden specificerade tre behov som den utökade regleringen genom MiFID skulle uppfylla.<sup>7</sup> De tre behoven fokuserar på imperfektioner på marknaden och innefattar behovet av systemskydd, konsumentskydd samt effektivitet. Genom *behovet av systemskydd* belyses den finansiella sektorns betydelse för samhället. Problem på den finansiella marknaden kan fortplanta sig i det finansiella systemet, något som blir både kostsamt och förödande för samhället i stort. Finanskrisen är ett typexempel på detta då brister i det amerikanska banksystemet fick den globala ekonomin att fallera. Den ökade regleringen genom MiFID syftar till att motverka bristerna på den finansiella marknaden och därmed minska riskerna i det finansiella systemet. *Behovet av konsumentskydd* belyser kundens beroendeställning, vilken kan

---

<sup>4</sup> Direktiv 2004/39/EG, s. 7.

<sup>5</sup> Craig & de Burca, 2008.

<sup>6</sup> SOU 2006:50, s. 89.

<sup>7</sup> Prop. 2006/07:115, s.267-270.

förklaras utifrån två aspekter. Den ena aspekten är konsumenternas beroende av finansiella tjänster i sin privatekonomi, genom exempelvis bolån och pensionssparande. Den andra aspekten är att kunderna i många fall är i ett informationsmässigt underläge gentemot värdepappersföretagen. Parterna har ibland skilda intressen och därför kommer inte alltid kundens bästa i första hand. *Behov av effektivitet* är den tredje nödvändigheten som riksdagens proposition lyfter fram. Det är i aktörernas intresse på den finansiella marknaden att genomföra transaktioner till låg kostnad och således bedriva en effektiv verksamhet. Behovet belyser också nödvändigheten av en hög grad av integritet på marknaden i avseendet att priserna ska avspegla all tillgänglig information. Riksdagens beskrivning av de tre behoven utgör grunden för den svenska implementeringen av MiFID genom Lagen (2007:528) om värdepappers-marknaden, Vpml. Diskussionen kring behoven förser oss med möjliga infallsvinklar för vår studie. Vi finner det särskilt intressant att fokusera på investerarnas ställning på värdepappersmarknaden då systemet är beroende av att deras förtroende upprätthålls. Genom detta perspektiv aktualiseras inte bara konsumentskyddet, då investerarna utgör marknads kunder, utan också behovet av effektivitet och systemskydd då investerarna påverkas av brister i det finansiella systemet. Det är viktigt att kundens perspektiv genomsyrar direktivets alla delar; misslyckas MiFID med att tillgodose kundernas intressen finns det en risk att marknads funktionalitet hämmas och att direktivets syften inte uppfylls.

### 1.2.2. Problematisering av direktivets innehåll i tre områden

För att skapa en mer överskådlig bild av problematiken med MiFID-direktivet tar vi fasta på en uppdelning av innehållet i tre områden: marknadsplatser, genomlysning och investerarskydd. Inledningsvis görs skillnad på tre typer av *marknadsplatser* som regleras enligt direktivet. Den vanligaste är den reglerade marknaden, exempelvis Stockholmsbörsen, men finansiella instrument kan också handlas i andra handelssystem, så kallade MTF:er, (Multilateral handelsplattform) eller via så kallad systematisk internalisering. Den sistnämnda gruppen innefattar värdepappersföretag som på ett systematiskt och organiserat sätt utför kundorder mot det egna handelslagret.<sup>8</sup> Alla handelssystem påverkas av harmoniserande reglering för att skapa likartade förutsättningar för såväl MTF:er som reglerade marknader.<sup>9</sup> Regelverket för en reglerad marknad är dock strängare än för en MTF som ska erbjuda en något enklare handelsmöjlighet. Konkurrensen mellan dessa olika marknadsplatser innebär att aktier som tidigare bara handlats på en specifik börs numer kan tas upp på andra marknadsplatser, såväl MTF:er som hos systematiska internaliserare.<sup>10</sup> Uttryckt i andra ord innebär detta att MiFID skapar flera diversifierade handelsplatser i syfte att öka konkurrensen och effektiviteten på värdepappersmarknaden för att gynna investerarna. Målet med detta är att skapa en enhetlig, så kallad konsoliderad, marknad men vi ser en potentiell risk i att effekten kan bli den motsatta då utvecklingen istället skulle kunna leda till en splittrad, fragmenterad, marknad där marknadsaktörerna har svårare att nå varandra.

---

<sup>8</sup> Finansinspektionen, 2006-03-03, s. 7.

<sup>9</sup> SOU 2006:50, s. 86.

<sup>10</sup> Aktiespararna, publ. 2007-10-31 hämtad 2009-11-11.

I diskussionen om MiFID:s fragmenterande eller konsoliderande verkan på värdepappersmarknaden blir även det andra området i direktivet relevant. Detta behandlar en ökad grad av *genomlysning* som ska möjliggöra för aktörerna på finansiella marknader att exempelvis jämföra priser på och utbud av aktier på de olika marknadsplatserna. Direktivet statuerar krav om information innan transaktioner sker, om exempelvis offentliggörande av priser och volymer som föreligger en kommande affär. Likväl säkras MiFID att genomlysning sker efter transaktioner i form av information om slutligt pris och volym. Genomlysningsskraven gäller för reglerade marknader och MTF:er men också för värdepappersföretag som har system för handel inom den egna organisationen.<sup>11</sup> Det ökade informationsflöde som direktivet ämnar skapa innebär å andra sidan att investeraren är tvungen att ge ut information om sina investeringspreferenser, vilket skulle kunna påverka benägenheten att handla på den av MiFID reglerade värdepappersmarknaden. Ökad genomlysning skulle således kunna motverka den effektiva marknad som direktivet syftar till att skapa.

MiFID:s tredje område behandlar nya regler för *investerarskydd*, exempelvis om hur kunderna ska skyddas från en situation där deras lägre kunskapsnivå på marknaden sätter dem i en beroendeställning mot värdepappersföretaget. Investerarskyddet innebär bland annat att värdepappersföretagen ska kategorisera sina kunder i tre grupper: professionell kund, godtagbar motpart och icke-professionell kund. I vilken kategori kunden placeras beror på dess kunskap, insikt samt erfarenhet av marknaden och kategoriseringen avgör kraven på värdepappersföretaget i kontakten med kunden.<sup>12</sup> Värdepappersföretaget föreskrivs vidare undersöka hur deras egna intressen kan påverka dess agerande gentemot kunden och vidta åtgärder så att dessa effekter elimineras. Om inte detta är möjligt måste kunden informeras om konflikten. Direktivet statuerar också att värdepappersföretaget ska vidta åtgärder för att försäkra sig om att kunden får bästa möjliga resultat.<sup>13</sup> Vi frågar oss dock om denna princip i praktiken verkligen leder till ett starkare skydd. Ett av de behov som riksdagens proposition lyfte fram var behovet av effektivitet och det är vår uppfattning att detta kan sättas i motsatsförhållande till konsumentskyddet. Det skulle kunna exemplifieras av en situation där intressekonflikter uppstår på marknaden då ett bästa resultat för kunden inte överensstämmer med värdepappersföretagets strategi om att genomföra kostnads-effektiva transaktioner. Krav på mer information, det vill säga mer genomlysning och transparens, kan föra med sig oönskade kostnader eller minskade intäkter för värdepappersföretagen. Detta kan i sin tur påverka kundens ställning negativt och det är därför viktigt att undersöka hur MiFID vidare syftar till att skydda investeraren.

I boken *The Future of Investing after MiFID* sammanfattar Chris Skinner i fem punkter de större förändringar för investeraren som MiFID för med sig.<sup>14</sup> Denna sammanfattning är inte uttömmande utan ger en förenklad bild av direktivet. Det bör påpekas att Skinner själv inte kategoriserar dessa punkter i de tre områdena men att vi anser att en sådan uppdelning av hans punkter fördelaktigt kan påvisa essensen av MiFID och hur direktivet syftar till förändring. Vi visar uppdelningen av Skinners

---

<sup>11</sup> SOU 2006:50, s.87-88.

<sup>12</sup> Aktiespararna, publ. 2007-10-31 hämtad 2009-11-11.

<sup>13</sup> SOU 2006:50, s. 88.

<sup>14</sup> red. Skinner, 2007, s. 152.

punkter i Tabell 1 nedan men vill först presentera hans slutsats, att punkterna är starkt sammankopplade och syftar till att skapa bättre konkurrens mellan finansiella handelsplatser samt att upprätthålla transparens, effektivitet och rättvisa på marknaden. Skinners formulering, att upprätthålla transparens, effektivitet och rättvisa, är snarlik formuleringen i det femte skälet som Europaparlamentet och Europeiska Unionens Råd presenterar i den slutliga versionen av direktivet: *"...så att en hög kvalitet kan säkerställas vid genomförandet av investeringarnas transaktioner och det finansiella systemets integritet och samlade effektivitet upprätthållas."*<sup>15</sup> Det kan vara nödvändigt att förtydliga att det var institutionernas mening att ett nytt ramverk skulle skapas genom MiFID och att det inte enbart var en revidering eller förtydligande av de spelregler som tidigare förelåg.

Tabell 1. *Tre områden av MiFID*

Marknadsplatser	Genomlysning	Investerarskydd
- MiFID avvecklar "koncentreringsregeln" som innebar att transaktioner var anvisade att ske på en specifik nationell marknadsplats	- Även värdepappersföretag som internaliserar kundorder, så kallad systematiska internalisering, omfattas av kriterierna om transparens inför transaktionen.	- Genom införande av kravet om bästa möjliga resultat säkras MiFID att värdepappersföretagen alltid sätter konsumentens intressen först, utifrån kriterier om pris, kostnader och risk.
- MiFID inför nya regelverk för alternativa marknadsplatser, så kallade MTF:er (multilaterala handelsplattformar).	- MiFID inför även krav på transparens efter att transaktioner genomförts, på alla typer av finansiella marknadsplatser.	

Källa: *Sammanfattning och uppdelning av, för investeraren, viktiga förändringar i och med MiFID-direktivet baserat på fem punkter av Chris Skinner som diskuteras i kapitel 1.2.2.*

Avslutningsvis är det viktigt att påpeka att en kund på den finansiella marknaden kan vara såväl enskilda privatpersoner som stora företag och således ha skilda förutsättningar och preferenser. Skyddsbehovet för dessa olika kundtyper skiljer sig också åt, vilket avspeglas i den kategorisering av kunder som MiFID reglerar. I kategoriseringen görs heller ingen åtskillnad mellan konsument och näringsidkare liksom den i propositionen eller i exempelvis Lag (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter (Rådgivningslagen). Vidare utgör MiFID, i några avseenden, ett minimiharmoniseringsdirektiv medan det i andra områden syftar till fullharmonisering.<sup>16</sup> Minimiharmonisering innebär att medlemslandet har möjlighet att stipulera strängare lagstiftning och att direktivets krav endast utgör en miniminivå som måste uppfyllas. Det är främst på genomlysningsområdet som direktivet ger möjlighet till strängare nationell lagstiftning. Detta för inte bara med sig diskrepans mellan medlemsstaterna utan innebär också en möjlighet för respektive medlemsland att välja bort ett högre konsumentskydd till förmån för högre effektivitet. MiFID-direktivets åtgärder är som ovan diskussion påvisar inte oproblematiske och kan leda till att de områden som direktivet ämnade stärka, om konkurrens, genomlysning och investerarskydd, i viss mån konkurrerar. Detta skulle kunna

<sup>15</sup> Direktiv 2004/39/EG, s. 1.

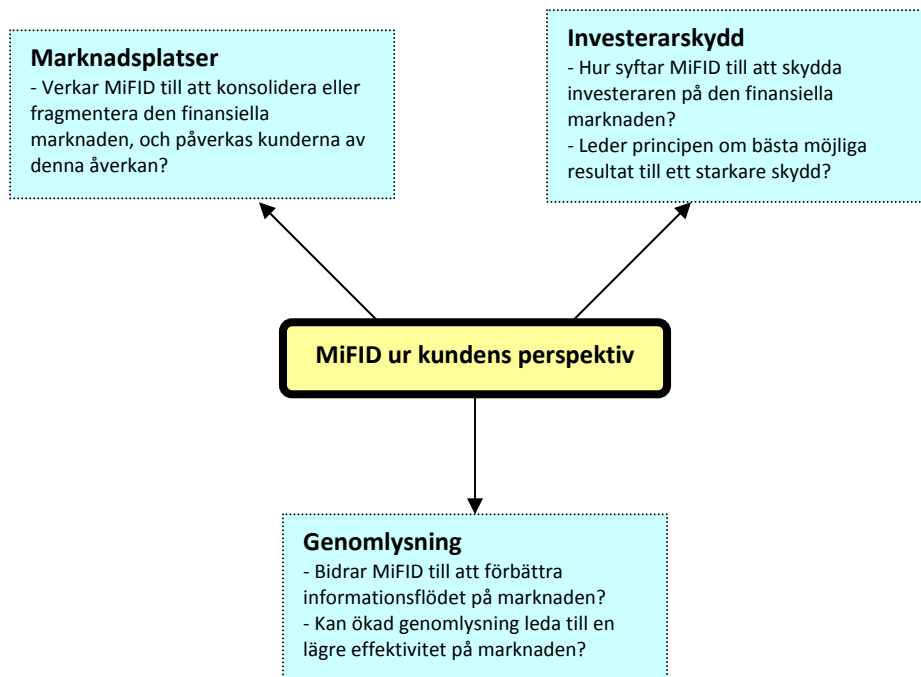
<sup>16</sup> SOU 2006:50, s.83.



innebära att de planerade positiva förändringarna till förmån för kundens ställning på värdepappersmarknaden i slutändan inte bli så starka som direktivets upphovsmän åsyftade.

### 1.3. Frågeställningar

Figur 1 nedan illustrerar den tidigare problemdiskussionen och specificerar arbetsfrågeställningar utifrån problemområden som där identifierats. Vidare påvisar figuren kopplingen mellan arbetsfrågeställningarna och vårt fokus på kundens ställning. Effekterna för kunden är således den centrala punkten och pilarna som utgår från kundens perspektiv belyser den infallsvinkel som resonemanget kring arbetsfrågeställningarna vidare kommer att ha. Arbetsfrågeställningarna har dessutom funktionen att driva studien framåt och vår avsikt är att de skall leda den förestående diskussionen så att den besvarar uppsatsens huvudsakliga frågeställning, *huruvida MiFID-direktivets åtgärder förbättrar kundens ställning på värdepappersmarknaden*.



Figur 1. **Arbetsfrågeställningar och studiens infallsvinkel.**

*Illustrering av uppsatsens arbetsfrågeställningar och den infallsvinkel som resonemanget kring frågeställningarna ämnar ha.*

### 1.4. Syfte

Såsom problemdiskussionen och frågeställningarna visar har studien det övergripande målet att analysera MiFID-direktivets innehåll och effekter utifrån ett kundperspektiv. Studien syftar till att analysera och avgöra huruvida MiFID leder till en bättre ställning för kunden på värdepappersmarknaden.

## 1.5. Avgränsningar

Att skriva om MiFID kan förefalla vara ett svårdefinierat och omfattande område. Problemdiskussionen definierar därför, tillsammans med syftet, uppsatsens undersökningsområde till att fokusera på kundens ställning på värdepappersmarknaden. Uppsatsen kommer att behandla den europeiska marknaden inom EU, även om Sveriges situation och MiFID:s implementering i svensk rätt ges mycket utrymme. Detta innebär att uppsatsen avgränsas på så vis att när diskussionen rör förhållanden på nationell nivå koncentreras den på Sverige och vid mer övergripande resonemang avses den europeiska marknaden inom EU. Gällande tidsavgränsningen av studien kan det upprepas att uppsatsen ämnar undersöka hur MiFID kommer att påverka kundens ställning och därför är det främst perioden efter implementeringen år 2007 som fokuseras. Även om det inledningsvis inte var vår ambition att genomföra en förstudie, där vi ville förutspå vilka effekterna av MiFID skulle komma att bli, utan snarare att förstå hur direktivet inverkar idag har det under arbetets gång blivit tydligt att implementeringen av MiFID är en pågående process. Delar av studien får därför en framåtblickande ansats där undersökningsobjektet är kundens framtida situation. Det är också relevant att nämna vår användning av begreppen kund och investerare, vilka används som synonymer i vår studie. Både konsumenter och näringsidkare, utan åtskillnad, omfattas av dessa begrepp och det är deras situation på värdepappersmarknaden som studien avgränsas till.

## 1.6. Struktur och disposition

Detta stycke ska bidra till ökad förståelse för studiens upplägg och ge en övergripande beskrivning av uppsatsens disposition. Varje kapitel inleds med en kortare beskrivning av dess innehåll för att förtydliga hur uppsatsens kapitel är sammanlänkade samt för att upprätthålla intresset och förståelsen för ämnet. Dessa korta stycken kan dessutom ses som en förlängning av detta avsnitt och beskriver således löpande studiens struktur. Vi finner denna förklaring av strukturen relevant då uppsatsen inte följer den klassiska uppdelningen där empiri och analys skiljs åt. Efter att uppsatsens ämne (*kapitel 1*) och metod (*kapitel 2*) presenterats fortsätter studien med en skildring av det sammanhang, den referensram, som MiFID bör sättas i (*kapitel 3*). Där redogörs inledningsvis för de teorier som vi utifrån problemanalysen funnit relevanta. Vidare bearbetas bland annat den europeiska integrationsprocessen och värdepappersmarknaden djupare. Kapitlet förser läsaren med den förkunskap som är nödvändig för att kunna tillgodogöra sig diskussionen om direktivets innehåll (*kapitel 4*). Detta kapitel bör ses som en kombination av empiri och analys då tidigare forskning inom området här presenteras och används för att analysera problematiken utifrån de tre områdena. Slutledningarna från diskussionen om direktivets innehåll analyseras därefter vidare genom tillämpningen av de presenterade teorierna (*kapitel 5*). Avslutningsvis sammanfattas svaren på arbetsfrågeställningarna för att besvara den huvudsakliga frågeställningen och därigenom uppfylla uppsatsens syfte (*kapitel 6*).

## 2. Metod

---

*Detta kapitel adresserar problematiken vi ställts inför i valet av metod för uppsatsen. Alternativa tillvägagångssätt diskuteras och dess för- och nackdelar ställs mot varandra. Problemen med att nå kunderna på värdepappersmarknaden och att samla in ett representativt material lyfts fram för att motivera våra val. Slutligen diskuteras metoden för den kommande analysen.*

---

### 2.1. Litteraturstudie som metod

Det första steget i arbetet med vår uppsats var att öka vår förståelse för ämnet och få en inblick i material som skulle kunna utgöra grunden för vår studie. Vår uppfattning var att lagtexter, direktiv, propositioner och statliga utredningar skulle utgöra en essentiell del av bakgrundsbeskrivningen. Statens offentliga utredning om en ny lag för värdepappersmarknaden<sup>17</sup>, motsvarande proposition från riksdagen<sup>18</sup> samt Europaparlaments och Rådets direktiv om marknader för finansiella instrument (MiFID)<sup>19</sup> kom också att bli primära källor för uppsatsen. Även om flera läroböcker och facklitteratur behandlar den finansiella marknaden är utbudet av litteratur som fokuserar MiFID mindre omfattande. Direktivet har bara varit implementerat i två år och det är först nu som effekterna av dess innehåll på allvar kan analyseras. I takt med att direktivet och dess effekter har blivit mer aktuellt har också området blivit föremål för undersökningar av tidigare studenter i såväl ekonomi som juridik. Vår fokusering på kundens perspektiv är ett intressant uttryck för att vinkla vårt arbete mot ett än så länge mindre upplyst område.

Efter den inledande genomgången konstaterade vi att det skulle vara svårt för oss att samla in ett tillräckligt omfattande och kvalitativt material genom att genomföra en egen empirisk undersökning, exempelvis i form av intervjuer. Tidsaspekten samt problemen med att nå kunderna på värdepappersmarknaden är några av anledningarna till att vi istället genomför en litteraturstudie för att samla in relevant information. Inom ramen för en kandidatuppsats tror vi inte att egna observationer skulle kunna bli representativa för kunderna på marknaden. Anledningen är för det första att vi inte anser det vara realistiskt att tro att vi genom en sådan empirisk studie skulle nå tillräckligt många kunder på värdepappersmarknaden. För det andra är det tveksamt hurvida en intervju av kunden skulle ge oss den information vi behöver, eftersom kunden med liten sannolikhet har en uppfattning om hurvida värdepappersföretaget lever upp till MiFID:s krav. Detta skulle innebära att vi inte skulle kunna vara säkra på att vi verkligen mäter det vi utger oss för att mäta, uppsatsens validitet, och inte heller att resultatet är tillförlitligt och möjligt att upprepa, uppsatsens reabilitet.<sup>20</sup> En empirisk studie hade dock kunnat vara passande vid en större undersökning på master- eller doktorandnivå även om sistnämnda problem självklart hade kvarstått även i detta fall. Vidare har vi inte funnit det relevant att intervjua värdepappersföretagen då vi sannolikt inte hade

---

<sup>17</sup> SOU 2006:50.

<sup>18</sup> Prop. 2006/07:115.

<sup>19</sup> Direktiv 2004/39/EG.

<sup>20</sup> Esaiasson m.fl., 2007, s. 63 & 70-71.

fått ta del av känslig information som är till nackdel för företagen. Av denna anledning lämpar det sig därför bättre för oss att granska Finansinspektionens rapporter och använda dessa i kombination med teorier och vetenskapliga artiklar. Genom att tydligare koncentrera ett mindre delområde hade vi eventuellt kunna undkomma problemen med tidsaspekt och platsbrist, men då hade uppsatsen haft en helt annan ansats och syfte. Med grund i detta resonemang konstaterar vi att en litteraturstudie är en mer lämplig metod för oss. Peter Esaiasson, och de andra författarna till boken *Metodpraktikan*, menar att Mats Furberg har fångat det centrala i ett sådant tillvägagångssätt och skriver att "*det handlar om att läsa aktivt, att ställa frågor till texten och att se efter om texten, eller man själv, kan besvara dessa frågor*".<sup>21</sup> Vi tar fasta på detta och väljer således att analysera tidigare forskning med observationer av marknaden och genomföra en studie där vi gör nya tolkningar av resonemang och slutsatser från redan publicerad vetenskaplig forskning och offentlig granskning.

## 2.2. Informationssökning

För att kunna genomföra en studie med denna metod är det viktigt att hitta relevant vetenskaplig forskning som är tillräckligt uttömmande gällande både bredd och vetenskapligt djup. Esaiasson m.fl. menar att det mest optimala hade varit att extensivt ta del av allt relevant material, men att det i praktiken istället kan vara fördelaktigt att ha ett mindre urval för att kunna fördjupa läsningen.<sup>22</sup> Första steget i informationssökningen var därför att genomföra en urvalsprocess för att identifiera de kriterier som skulle utgöra ramen för vårt material. Vi valde att i våra databassökningar använda svenska och engelska sökord men vi fann att det uttömmande var de engelska sökorden som gav resultat. Vi använde nyckelordet *MiFID* i kombination med sökord härledda ur problemdiskussionen, såsom *financial market, securities, financial instruments, regulation, transparency, consumer protection, EU* och *European union*. Genom att, utan resultat, kontrollera efter ytterligare relevanta sökord i de artiklar vi fann, fick vi vidare belägg för våra val. Exempel på databaser där vi fann relevant material är Social Science Research Network, Westlaw International och Business Source Premier men vi genomförde även sökningar i flertalet av de ekonomiska, samhällsvetenskapliga och juridiska databaser som är tillgängliga via Universitetsbiblioteket vid Göteborgs universitet. Vårt urval gav oss ett tjugotal artiklar där vi koncentrerade oss på främst de från år 2008 och 2009 då det enbart är dessa artiklar som skulle kunna påvisa effekterna av de åtgärder som MiFID medfört. Vi valde vidare bort artiklar som var alltför allmänt beskrivande då vi istället hämtar sådan information från primära källor, såsom direktiv, lagtext och statliga utredningar. Artiklar som fokuserade på implementeringen i ett annat land valdes också bort då vi anser det vara svårt att dra paralleller mellan dessa situationer och Sverige. En jämförande studie av implementeringen i medlemsstaterna är dock intressant och skulle kunna bli föremål för en egen framtida uppsats. Vår önskan var vidare att finna artiklar där författarna bidrar med argumentation, vilket vi således funnit, dels genom nämnda vetenskapliga artiklar, men också i debattartiklar. Vidare vill vi betona att uppsatsen begränsas på så vis att kompletterande regelverk, till exempel i egenskap av börsens noteringsavtal

---

<sup>21</sup> Esaiasson m.fl., 2007, s. 237.

<sup>22</sup> *ibid*, s. 249.

och de där stipulerade kraven om bland annat offentliggörande av information, ej tas i beaktande vid utvärderingen av kundens ställning.

Esaiasson m.fl. menar att det finns fyra kriterier för att bedöma en källas trovärdighet: äkthet, oberoende, samtidighet och tendens.<sup>23</sup> Lagstiftning och direktiv anser vi av sin natur uppfylla samtliga kriterier. Vi vill också hävda detta för offentliga utredningar och rapporter från myndigheter även om man kan argumentera att det kan finnas inslag av tendensproblem. En sådan rapport är Finansinspektionens rapport "Ett år med MiFID", en rapport som har haft stor betydelse för vårt uppsatsarbete då den belyser brister i värdepappersbolagens praktiserande på den finansiella marknaden. Att på ett kvalitativt korrekt sätt bearbeta dessa källor ger oss inte bara en inblick i direktivets utformning och effekter, utan också en möjlighet att undersöka direktivets implementering i det svenska regelverket. Gällande vetenskapliga artiklar ser vi inga problem angående kraven på äkthet och samtidighet eftersom vi har tillit till att dessa kriterier kontrolleras av de databaser vi hämtar dem ifrån. Angående kriterierna om oberoende och tendens vet vi dock inte vilka intressen som föreligger de vetenskapliga artiklarna och om författarna medvetet eller omedvetet påverkats av intressen på marknaden. Debattartiklar innehar inte den vetenskapliga trovärdighet som de tidigare nämnda källorna men då vårt mål med dessa är att komplettera diskussionen med dagsaktuella åsikter ser vi inte detta som ett problem för studien. De vetenskapliga artiklarna används främst för uppsatsens diskuterande delar och rapporter från Finansinspektionen samt debattartiklarna bidrar vidare till arbetets verklighetsförankring. De vetenskapliga artiklarna, lagtext samt förarbeten utgör således tillsammans grunden för uppsatsen och det är kombinationen av material som formar denna uppsats till något särpräglat.

### *2.3. Tillvägagångssätt i analysen*

Som tidigare nämnts har vi valt att frångå den klassiska uppdelningen av empiri och analys och istället har vi valt att i diskuterande form väva in information från tidigare forskning i analysen kring våra arbetsfrågeställningar, kapitel 4. Uppsatsens karaktär är blandad och har både beskrivande och förklarande drag. Ett av kraven på de beskrivande delarna av studien är att de nya slutsatserna inte ska vara självklara om läsaren tagit del av enstaka aktuella referenstexter.<sup>24</sup> Genom diskussionen, där vi ställer de vetenskapliga artiklarna, lagtexterna, förarbetena och de offentliga utredningarna mot varandra, ämnar vi uppfylla detta krav. Esaiasson m.fl. belyser, i samband med diskussionen om textanalys, vikten av att författarna är tydliga med vilka påståenden och resonemang som är deras egna och att dessa skiljs från argument som härleds ur referenstexterna.<sup>25</sup> Genom att konsekvent referera i texten och uttyckligen belysa vad som är våra ord ämnar vi kringgå detta problem. Det är vidare relevant för oss att kunna motivera hur slutsatser från tidigare forskning bidrar till att besvara vår grundläggande frågeställning samt till att uppfylla syftet. Även detta lyfts upp av Esaiasson m.fl. då

---

<sup>23</sup> Esaiasson m.fl., 2007, s. 314 ff.

<sup>24</sup> *ibid*, s. 38.

<sup>25</sup> *ibid*, s. 254.

de skriver att man visst kan komma med påståenden om en viss slutsats men att det då är viktigt att vi som författare är tydliga med hur vi belägger dessa.<sup>26</sup>

Teorier som vi utifrån problemdiskussionen funnit relevanta, om exempelvis investerarbeteende, konkurrens och marknadseffektivitet, får en viktig roll i uppsatsens avslutande fas, kapitel 5. De ska bidra till vår tolkning av de indikatorer som den mer beskrivande empirin förser oss med när resultaten från diskussionen om direktivets tre områden analyseras. Uppsatsen är snarare induktiv än deduktiv då det är empirin snarare än teorin som är utgångspunkten för fortskridandet och teorin tillämpas således för att slutsatsvis kunna besvara uppsatsens frågeställningar. Vi vill påpeka att vi inte genomför en teoriprovande studie utan att teorierna ska bidra till att belägga slutsatserna från diskussionen. Det är värt att belysa att det är undersökningsområdet som gör teorierna aktuella och inte tvärt om. Gällande uppsatsens frågeställningar, och då särskilt arbetsfrågeställningarna, fyller de uppgiften som kriterier för att, tillsammans med teorierna, kunna besvara den huvudsakliga frågeställningen i uppsatsen.

---

<sup>26</sup> Esaiasson m.fl., 2007, s. 254.

### 3. Studiens referensram

---

*Förevarande kapitel presenterar referensramarna för studien. Inledningsvis identifieras relevanta teorier, vilka aktualiserats genom den tidigare problemdiskussionen och som senare tillämpas i studiens diskussion om kundens ställning, kapitel 5. Kapitlet fortskrider med en redogörelse för det sammanhang som MiFID bör sättas i för att underlätta förståelsen för uppsatsens senare kapitel. Den europeiska integrationsprocessen skildras ur ett historiskt perspektiv och därefter behandlas MiFID-direktivets framväxt mer specifikt. Slutligen beskrivs regelverket för värdepappersmarknaden ur ett svenskt perspektiv.*

---

#### 3.1. Relevanta teorier

Inledningsvis väljer vi att lyfta upp diskussionen om hur det kommer sig att en investerare överhuvudtaget väljer att handla med finansiella instrument mot bakgrund av att de mottagit rådgivning från professionella aktörer. Vad är det egentligen som får investeraren att lita på råden och tro på att en speciell säkerhet är den mest lämpliga? Lynn Stout bidrar till denna diskussion genom att ställa två teorier om investerarbeteende mot varandra.<sup>27</sup> Först lyfter hon fram gruppen som fattar rationella beslut och likaså är övertygande om att alla andra gör likadant. Enligt denna teori agerar alla för sitt eget bästa vilket också innebär att ingen skulle dra sig för att åsamka någon annan skada för att själv uppnå ett bättre resultat. Stout går långt i sin beskrivning av denna grupp och menar exempelvis att den rationelle investeraren borde vara misstänksam även mot kontrollinstanserna på marknaden då inte heller personalen där skulle agera i någon annans än deras egna intressen. Mot denna kategori ställs den godtrogne investeraren som motsatsvis hyser stor tillit till de övriga marknadsaktörerna. Denna person sätter sig medvetet i en utsatt situation, vet med sig att motparten kan agera utnyttjande, men tror ändå att denne inte kommer att göra något som skadar. Stout menar att funktionaliteten i marknader, såsom värdepappersmarknaden, grundas i att aktörerna är godtrogna och att dagens finansiella marknader inte nått sitt omfång om investerarna varit fullt rationella. En för oss central poäng i Stouts diskussion är att förtroendet är något som kan förstärkas men också reduceras efter en dålig erfarenhet. Då investerarna, enligt Stout, i huvudsak är godtrogna skulle allt för många dåliga erfarenheter påverka tilliten för marknaden negativt vilket i sin tur skulle försämra dess funktionalitet.

En närliggande diskussion om investerare berör frågan om vem investeraren egentligen behöver skyddas emot. Roman Inderst belyser detta och menar att det främst finns två skolor.<sup>28</sup> Den första menar att investeraren på den finansiella marknaden måste skyddas från andra parter såsom värdepappersföretag eller marknadsoperatörer. Mot denna traditionella skola sätts en mer kontroversiell teori som menar att investeraren snarare behöver skyddas mot sig själv. Enligt denna ståndpunkt är inte investeraren ensam kapabel att fatta beslut i sitt egna långsiktiga intresse, och det skulle därför vara samhällets och kontrollinstansernas uppgift att istället ta denna roll. Indersts

---

<sup>27</sup> Stout, 2009.

<sup>28</sup> Inderst, 2009, s. 459.

diskussion har, liksom Stouts, två starka motpoler och även om det i verkligheten troligen är en kombination av de två investerarskydden som verkar, bidrar teorin med infallsvinklar i resonemanget kring MiFID:s inverkan på kundens ställning.

Fortsättningsvis är det även relevant att belysa potentiella effekter av informationsasymmetri eftersom detta är grundläggande i diskussionen om genomlysning och transparens, som tar stort utrymme i diskursen om MiFID. Utgångspunkten i resonemanget är att kunderna inte besitter samma kunskaper, inför och efter transaktionerna, som värdepappersföretaget. En teori som behandlar problemet med informationsasymmetri är agentteorin som bygger på antagandet att det föreligger en intressekonflikt mellan principalen, i detta fall kunden, vilken ger agenten, värdepappersinstitutet, i uppgift att utföra ett uppdrag åt kunden. Utgångspunkten på den finansiella marknaden är att kunden vill att värdepappersföretaget skall utföra uppdraget i kundens intresse, trots det faktum att denne inte kan övervaka institutets arbetsprestation. Det föreligger således informationsasymmetri i förhållandet mellan principal och agent. Om agenten trots allt handlar i sitt eget intresse på bekostnad av principalen uppstår så kallade agentkostnader. Principerna om principal-agentförhållandet är inte bara tillämpliga i relationen mellan värdepappersinstitut och kund, utan problemen kan uppstå i många sammanhang såsom inom företag mellan ägare och ledning.<sup>29</sup>

Vidare är det väsentligt att adressera teorier om funktionalitet på den finansiella marknaden. I en sådan diskussion är konkurrens och effektivitet centrala begrepp. Ett grundläggande antagande är att konkurrens är önskvärt och att det är genom fri konkurrens som samhällets resurser allokeras som mest effektivt. Konkurrens leder enligt teorin om fri konkurrens till lägre priser för kunden samt att företaget uppmuntras till innovation samt effektivitet. En närliggande teori som även den baseras på antaganden om effektivitet är den effektiva marknadshypotesen. På en finansiell marknad där konkurrensen är hög kommer all information att avspeglas i priset på det finansiella instrumentet. Effektiviteten är beroende av att informationsflödet är konstant och lika för marknadens parter. Denna hypotes håller å andra sidan inte om informationsflödet till marknadens aktörer är ojämnt eller svårtolkat.<sup>30</sup> Informationsflödet på den finansiella marknaden är av stor betydelse för alla investerare, då detta inte bara är en grundförutsättning för att instrumenten skall få en korrekt prissättning, utan även för att alla investerare skall ha möjlighet att handla på lika villkor.

I ovanstående resonemang framställs den fria konkurrensen såsom något positivt, vilken bidrar till ökat välbefinnande. Avslutningsvis vill vi därför poängtera att i vissa situationer leder dock imperfektioner på marknaden till en orättvis fördelning av resurser eller ett ineffektivt utnyttjande av dem. Av denna anledning är det ibland önskvärt att reglera marknaden genom lagstiftning. En sådan reglering av marknaden syftar till att i slutändan ge ett resultat som överträffar en situation där marknaden hade lämnats oreglerad.<sup>31</sup> Den finansiella marknaden är ett typexempel på en marknad där sådana

---

<sup>29</sup> Jones, 2009, s. 400.

<sup>30</sup> Berk & DeMarzo, 2007, s. 268.

<sup>31</sup> Jones, 2009, s. 449.



imperfektioner är en realitet, vilket innebär att reglering samt övervakning är centrala aspekter vid en analys av den harmoniserade värdepappersmarknaden i EU.

### 3.2. *MiFID i sitt sammanhang*

Viljan att integrera de europeiska samhällena sträcker sig inte bara till en geografisk eller politisk nivå utan är i allra högsta grad även ekonomisk. Även om grundtanken för 60 år sedan var att motverka den ständiga tendens till konflikt som fanns bland kontinentens länder och undvika fler militära tvister var det i regleringar och samråd inom betydelsefulla ekonomiska marknader, och inte genom försvarsavtal och militära samarbeten, som det europeiska samarbetet hade sin grund. Tankarna på militärt samarbete blev dock tidigt aktuella och redan 1953, bara två år efter bildandet av Kol- och stålunionen, låg ett fördrag om upprättandet av en europeisk federation, med en gemensam försvars- och säkerhetspolitik som hörnsten, på förhandlingsborden. Detta fördrag avsågs av den franska nationalförsamlingen och den europeiska integrationsprocessen fortsatte därmed vägen mot ekonomiskt samarbete. Ytterligare två fördrag tecknades under 50-talet med målen att skapa en gemensam marknad, harmonisera medlemsstaternas ekonomiska politik och stärka den europeiska levnadsstandarden. Craig och De Burca sammanfattar samarbetets ursprungliga syften: att motverka interna gränshinder, skapa gemensamma tullar och säkra fri konkurrens.<sup>32</sup>

Under de följande decennierna efter 50-talets grundläggande fördrag utvecklades samarbetet på flera områden. Utöver en geografisk expansion rörde mycket av diskussionen hur maktförhållandena mellan samarbetets olika institutioner skulle fördelas. Styrkeförhållandena mellan den parlamentariska församlingen, kommissionen och rådet var ojämna och det rådde dessutom meningsskiljaktigheter emellan om hur över- eller mellanstatligt samarbetet skulle vara. Denna diskussion ledde fram till den första stora revideringen av samarbetets grundvalar, genom antagandet av Enhetsakten 1986. Enhetsakten förstärkte mellanstatligheten, men lyfte dessutom återigen upp grundtanken om en gemensam marknad och vidare var det genom Enhetsakten som grunden till den ekonomiska och monetära unionen (EMU) skapades. Enhetsakten innebar att fokus åter lades på att fördjupa integrationen av Europa och det blev upptakten till arbetet med fördraget om en europeisk union som undertecknades 1992 och som formade EU till det vi idag är vana vid. Integrationsprocessen har dock inte stått stilla sedan dess. Ytterligare två fördrag har ratificerats och efter misslyckandet med det konstitutionella fördraget 2007 träder i skrivande stund Lissabonfördraget ikraft, ett fördrag som skall möjliggöra att integrationsprocessen fortskrider och det europeiska samarbetet utvecklas vidare.

Utöver det grundläggande regelverket för samarbetet genom gällande fördrag finns också möjlighet för samarbetets institutioner att lagstifta genom förordningar eller direktiv. Dessa handlingar skiljer sig från varandra på främst två sätt. Ett direktiv behöver inte, till skillnad från en förordning, riktas till alla medlemsstater och det ger dessutom större möjligheter för tolkningar för de enskilda

---

<sup>32</sup> Craig & de Burca, 2008, s. 6.

medlemsstaterna. Craig och De Burca menar att denna möjlighet till tolkning gör direktiv speciellt lämpliga när målet är att harmonisera regelverk inom ett specifikt område.<sup>33</sup> Inverkan av ett direktiv säkras av EG-domstolen och det faktum att direktiv har direkt effekt, det vill säga att det även i nationella domstolssystem går att hänvisa direkt till EG-rätt. Det är i detta sammanhang man ska sätta in MiFID, som ett ytterligare steg i utvecklingen av den europeiska integrationsprocessen och en naturlig följd av vägen mot en gemensam marknad inom EU:s gränser.

### 3.3. MiFID:s framväxt

Med målet att dra fördel av den nyligen införda euron, att fortskrida med planerna om en gemensam marknad och stärka konkurrenskraften lade EU:s regeringschefer vid rådsmötet i Lissabon år 2000 fram en handlingsplan för finansiella tjänster (FSAP). En ursprungligen mindre del av denna plan var att uppgradera direktivet om investeringstjänster från 1993 (ISD)<sup>34</sup>, som inte ansågs uppfylla önskemålen om en effektiv marknad för gränsöverskridande investeringar i EU.<sup>35</sup> I syfte att skydda investerare innefattade ISD allmänna sundhetsregler och utgångspunkten var att värdepappersrörelsen skulle bedrivas så att allmänhetens förtroende för marknaden upprätthölls.<sup>36</sup> En central punkt i ISD var principen om hemlandsauktorisering, vilken innebar att ett värdepappersinstitut som fått tillstånd att driva värdepappersrörelse i hemlandet även hade rätt att verka på reglerade marknader i andra medlemsländer.<sup>37</sup>

En annan regel av betydelse i ISD var koncentrationsregeln. Innebörden av koncentrationsregeln var att det endast var tillåtet att handla med finansiella instrument på en enskild reglerad marknad. Koncentrationsregeln motsatte sig praktiserandet av internalisering, vilket är när värdepappersinstituten matchar order mot egna handelsintressen istället för att matcha mot orderböckerna på en handelsplattform.<sup>38</sup> Tillämpningen av bestämmelsen var dock valfritt för varje medlemsland och bland annat valde Italien, Frankrike och Spanien att tillämpa den, medan Tyskland och Storbritannien valde att inte göra det.<sup>39</sup> Sverige som land tillämpande inte koncentrationsregeln och internhandel, det vill säga handel utanför en börs, förekom således i Sverige redan innan implementeringen av MiFID.<sup>40</sup> Giulia Gobbo menar att medlemsländernas olika tillämpning av koncentrationsregeln bland annat speglade ländernas olika attityd till marknadseffektivitet och investerarskydd.<sup>41</sup> I samband med MiFID övergavs koncentrationsmodellen och internalisering legitimerades i alla medlemsstater. Enligt Gobbo är borttagandet av koncentrationsregeln och införandet av internalisering genom MiFID

---

<sup>33</sup> Craig & de Burca, 2008, s. 85

<sup>34</sup> Direktiv 93/22/EEG.

<sup>35</sup> Prop. 2006/07:115, s. 241.

<sup>36</sup> Prop. 2006/07:115, s. 432 & 247.

<sup>37</sup> *ibid*, s. 243.

<sup>38</sup> Prop. 2006/07:115, s. 271.

<sup>39</sup> Gobbo, 2009, s. 64.

<sup>40</sup> Kommitéedirektiv 2004:90.

<sup>41</sup> Gobbo, 2009, s. 64.

kontroversiellt.<sup>42</sup> Såväl tillämpning av koncentrationsregeln som internalisering har stora effekter på den finansiella marknaden och det finns för- och nackdelar med båda. En djupare analys av den tilltagande tillämpningen av internalisering genom MiFID diskuteras vidare i kapitel 4.

Som nämnts hade ISD flera brister, vilket belyses av propositionen om en ny lag om värdepappersmarknaden. Dessa brister var anledningen till att arbetet påbörjades med att reformera och förbättra innehållet. En bristfällighet var avsaknaden av harmonisering i direktivet för att möjliggöra ömsesidigt erkännande av värdepappersinstitutens tillstånd av EU:s medlemsstater. Detta innebar att effektiviteten med de så kallade Europapassen, som infördes i och med ISD och öppnade upp för värdepappersföretag att agera på andra än den inhemska marknaden, hämmades. En annan brist var reglerna om investerarskydd som ej ansågs vara uppdaterade och alldeles för omoderna för att kunna erbjuda ett effektivt skydd för investeraren. ISD fungerade inte heller tillfredställande angående regleringen av konkurrensfrågor mellan olika börser samt omfattade inte alla investeringstjänster och finansiella instrument. Ett annat problem var den ovan nämnda koncentrationsregeln, vilken innebar att varje medlemsstat hade möjligheten att välja om privata investerare i landet endast hade rätt att utföra order på reglerade marknader. Skillnaden mellan medlemsstaterna hade kommit att utgöra ett hinder för handeln över gränserna då detta hade resulterat i olikheter i lagstiftningen angående handeln på marknaden, konkurrensfrågor och hur aktörerna på värdepappersmarknaden agerade.<sup>43</sup> Tillsynsarbetet, det vill säga samarbetet mellan myndigheter och fördelningen av tillsynsansvaret mellan medlemsländerna, ansågs inte heller fungera optimalt. Ovan nämnda brister samt speciellt det faktum att skyddet för investerare i ISD inte ansågs tillfredställande, framfördes av kommissionen i förslaget till ett nytt direktiv.<sup>44</sup> Den ursprungliga uppgraderingen av ISD kom således att utvecklas till en mer grundlig förändring och resulterade slutligen i ett helt nytt direktiv, MiFID. Direktivet kom, trots att dess betydelse var relativt ringa i början, att utvecklas till en av handlingsplanens mest viktiga delar.<sup>45</sup> MiFID antogs av Europaparlamentet och Rådet under 2004 och stadgar att medlemsländerna ska anta samma regler för värdepappersföretag och den verksamhet som i Sverige bedrivs av börser och auktoriserade marknadsplatser.<sup>46</sup> Direktivet ska också utgöra spelreglerna för värdepappersföretagens rätt att bedriva gränsöverskridande verksamhet i, och mellan, medlemsstaterna.<sup>47</sup>

MiFID arbetades fram genom den så kallade Lamfalussy modellen, vilken syftade till att effektivisera lagstiftningsprocessen på värdepappersområdet. Bakgrunden till det nya lagstiftningsförfarandet var ovan nämnda handlingsplan från Kommissionen, FSAP, vilken presenterade ett flertal åtgärder för att harmonisera marknaden för finansiella tjänster inom EU. Planen var att åtgärderna skulle vara genomförda redan år 2005 och Lamfalussy modellen, med dess fyra nivåer, skapades för att kunna

---

<sup>42</sup> Gobbo, 2009, s. 74.

<sup>43</sup> Prop. 2006/07:115, s. 244.

<sup>44</sup> *ibid*, s. 432.

<sup>45</sup> red. Elderfield, 2007, s. 1-4.

<sup>46</sup> SOU 2006:50, s. 23.

<sup>47</sup> *ibid*, s. 85.

upprätthålla den korta tidsplanen.<sup>48</sup> På den första nivån antas ramlagstiftning och behandlar allmänna principer, vilka fastställs genom direktiv eller förordningar.<sup>49</sup> I nästa steg, på nivå två, antas genomförandebestämmelser för att komplettera de principer som beslutats på första nivån.<sup>50</sup> Efter omröstning av ett antal behöriga kommittéer antas dessa åtgärder av kommissionen, vilken lägger stor tyngd vid Europaparlamentets åsikt.<sup>51</sup> På nivå tre behandlas samarbetet mellan ländernas tillsynsmyndigheter, ett samarbete med syfte att genomföra besluten från nivå ett och två på ett likformigt sätt i medlemsstaterna. Nivå fyra omfattar ett ansvar för kommissionen att säkerställa likformigheten i EU genom att bestämmelserna införlivas korrekt i nationell rätt.<sup>52</sup> Enligt Kommissionen är erfarenheterna av Lamfalussy-modellen positiva och menar att processen bidragit till ökat samarbete och mer likformighet gällande tillsynen. Kommissionen menar även att det är viktigt att medlemsstaterna inte kompletterar EU-rättsliga bestämmelser genom att lagstifta nationella regler, så kallad gold-plating, eftersom detta skulle förstöra de framsteg som åstadkommit genom Lamfalussy-modellen.<sup>53</sup> Nämnda ståndpunkt framhålls även av Caroline Bradley, som menar att även i de fall då en viss grad av egen tolkning är möjlig, anser aktörerna på marknaden att detta inte ska användas för att skapa regler som kan interferera med integrationen på den europeiska marknaden inom EU.<sup>54</sup>

### 3.4. Värdepappersmarknaden

Den finansiella sektorn är av stor samhällsekonomisk betydelse och har i huvudsak tre funktioner: kapitalförmedling, riskhantering samt betalningsförmedling.<sup>55</sup> Den finansiella marknaden har kommit att internationaliseras alltmer, särskilt inom EU med målet om en gemensam marknad.<sup>56</sup> Värdepappersmarknaden i Sverige idag är i stora delar reglerad och lagstiftningen har enligt Kågerman, Lohmander och De Ridder flera syften: skydda småspararna, skydda värdepappersmarknaden samt möjliggöra en effektiv handel. Flera organ är verksamma i normgivningen, såväl EU, svenska riksdagen och regeringen, Finansinspektionen samt genom självreglering.<sup>57</sup> En stor del av reglerna på värdepappersmarknaden i Sverige grundas på EG-rätt. Sverige har skyldighet att efterleva regler i form av förordningar och direktiv från EU och måste i enlighet därmed tillämpa EG-rättslig lagstiftning framför svensk lagstiftning vid regelkonkurrens.

Enligt Vpml krävs bland annat tillstånd av Finansinspektionen för att bedriva värdepappersrörelse. Finansinspektionen innehar således en central roll och är även den myndighet som utövar tillsyn över värdepappersinstituterna samt har rätt att meddela varningar eller återkalla tillstånd vid allvarliga

---

<sup>48</sup> SOU 2006:50, s. 242.

<sup>49</sup> KOM(2007) 727 slutlig, s. 2.

<sup>50</sup> Prop. 2006/07:115, s. 242.

<sup>51</sup> KOM(2007) 727 slutlig, s. 2.

<sup>52</sup> Prop. 2006/07:115, s. 242.

<sup>53</sup> KOM(2007) 727 slutlig, s. 3-5.

<sup>54</sup> Bradley, 2008, s. 4.

<sup>55</sup> Prop 2006/07:115, s. 264.

<sup>56</sup> Beckman m.fl., 2009. s. 11.

<sup>57</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 351.

överträdelser.<sup>58</sup> Med bemyndigande från riksdagen och regeringen utfärdar Finansinspektionen vidare föreskrifter och allmänna råd. Föreskrifterna är bindande medan detta inte är fallet för de allmänna råden. Kågerman, Lohmander och De Ridder menar dock att i praktiken torde de flesta aktörerna på värdepappersmarknaden följa de allmänna råden. Den sista typen av normgivning är självreglering, vilken har skapats av branschorganisationer och reglerade marknader för dess medlemmar och uppställer strängare regler än vad som följer av lag. Självreglering är underordnad annan lagstiftning och blir bindande genom avtal eller medlemskap och således tillämpliga endast parterna emellan. Exempel på självreglering är svensk kod för bolagsstyrning, OMX noteringsavtal, FAR:s redovisningsrekommendationer samt Svenska Fondhandlareföreningens regler. Den part som bryter mot självregleringen kan få skriftlig kritik eller varning och vid allvarigare brott mot bland annat OMX:s noteringsavtal kan avnotering bli aktuellt.<sup>59</sup>

Värdepappersinstitut är enligt 1 kap 5 § VpML benämningen på de företag som har tillstånd att driva värdepappersrörelse och består av både värdepappersbolag och kreditinstitut. Definitionerna av värdepappersrörelse och finansiella instrument är viktiga vid tillämpningen av värdepappersmarknadens regler och är direkt avgörande för vad som är tillståndspliktig verksamhet eller vad som är brottsligt i fall av marknadsmissbruk enligt Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Enligt 1 kap 5 § VpML definieras värdepappersrörelse såsom verksamhet som består i att yrkesmässigt tillhandahålla investeringstjänster eller utföra investeringsverksamhet. Kravet på yrkesmässighet innebär enligt Grundell, Lycke och Svensson att enstaka uppdrag faller utanför tillämpningsområdet.<sup>60</sup> Med investeringstjänster och investeringsverksamhet avses enligt 2 kap 1 § VpML mottagande och vidarebefordran av order i fråga om finansiella instrument, utförande av order på kunders uppdrag, handel för egen räkning, portföljförvaltning, investeringsrådgivning till kund, garantigivning och placering med ett fast åtagande, placering utan fast åtagande samt drift av handelsplattformar. Med finansiella instrument avses enligt samma lag överlåtbara värdepapper, fondandelar, penningmarknadsinstrument samt finansiella derivatinstrument. Nämnda lag reglerar inte bara ansökan om tillstånd utan innefattar till exempel utförliga regler om kapitaltäckning, börsens verksamhet och handeln på en reglerad marknad, Finansinspektionens befogenheter, offentliggörande av information, samt, som ett resultat av implementeringen av ovan nämnda MiFID-direktiv, omfattande kundskyddsregler. Utgångspunkten för investerarskyddet är enligt 8 kap 1 § VpML en skyldighet för värdepappersinstitut att handla så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls. De skall även tillvarata kundens intressen samt handla hederligt, rättvist och professionellt vid tillhandahållandet av investeringstjänster. Skyddet för investerare enligt VpML omfattar även regler om kundkategorisering, intressekonflikter, informationsgivning, inhämtandet av uppgifter om kund, principen om bästa möjliga resultat samt hantering av kundorder. MiFID-direktivet har således haft en central betydelse för normgivningen på värdepappersmarknaden inom Sverige och EU.

---

<sup>58</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 477.

<sup>59</sup> Ibid, s. 355 ff.

<sup>60</sup> Grundell, Lycke & Svensson, 2008, s. 10.

## 4. Diskussion om direktivets innehåll

---

*I kapitel 4 kommer vi att gå vidare med en fördjupad diskussion om de tre områdena om marknadsplatser, genomlysning och investerarskydd för att analysera dess effekter på kundens ställning. Vi har valt att löpande i texten presentera information om de respektive områdena för att på sätt ställa argument från olika forskare mot varandra, men också belysa de delar av direktivets åtgärder som vi anser påverkar kundens ställning. Vi vill betona att vårt syfte, att analysera huruvida MiFID leder till en bättre ställning för kunden på värdepappersmarknaden, gör att aspekter av investerarskydd genomsyrar hela kapitlet.*

---

### 4.1. Marknadsplatser

En diskussion som bör behandlas tidigt i kontexten av marknadsplatser är den tidigare presenterade distinktionen av de tre marknadstyperna där finansiella instrument handlas. Den reglerade marknaden är en handelsplats där en marknadsplatsoperatör driver ett multilateralt system där sammanförandet av köp- och säljintressen möjliggörs och leder till avslut. Nästa handelsplats är MTF-plattformen som liksom den reglerade marknaden är ett multilateralt system. De skiljer sig åt genom bland annat att kraven om att lämna ut avslöjande information är högre för den reglerade marknaden och att en MTF dessutom kan tillåta transaktioner av ett finansiellt instrument utan utfärdarens vetskap.<sup>61</sup> Den tredje handelstypen benämns systematiska internhandlare och har fler särpräglade drag. Systematiska internhandlare, vilka legitimerades i samband med MiFID, är värdepappersföretag som handlar för egen räkning genom att utföra kundorder utanför en reglerad marknad eller MTF. Denna praktisering av den systematiska internhandlaren benämns även internalisering.

#### 4.1.1. Konkurrens

Som tidigare nämnts syftade MiFID till ökad konkurrens och effektivitet på marknaden och som ett steg i detta avskaffades koncentrationsregeln till förmån för bland annat den ovan nämnda internaliseringen. Koncentrationsregeln gav tidigare också nationella myndigheter möjlighet att hänvisa transaktioner av finansiella instrument till huvudsakligen reglerade marknader. De enskilda medlemsländerna kunde dessutom förbjuda att det upprättades nya marknader inom landet.<sup>62</sup> Vid sidan om den förändrade tillämpningen av koncentrationsregeln och internalisering så förstärktes betydelsen av det Europapass som genom ISD infördes för företag som verkade på den finansiella marknaden. Artikel 31 i MiFID-direktivet stadgar att varje värdepappersföretag som auktoriserats av en behörig nationell myndighet *”fritt får tillhandahålla investeringstjänster samt sidotjänster inom deras territorium”*. Vidare säger artikel 33 att *”medlemsländer skall kräva att värdepappersföretag från andra medlemsstater [...] får tillträde till reglerade marknader som är etablerade inom deras territorium”*. Liksom för den europeiska befolkningen är det vår uppfattning att ett europeiskt pass inom

---

<sup>61</sup> Davies, 2008-07-30, s. 5.

<sup>62</sup> Gobbo, 2009, s. 63-64.

denna marknad skulle öka handeln över gränserna och stärka konkurrensen på den finansiella marknaden. Davies betonar detta vidare och menar att EU-passet stärkte homogeniseringen och motverkade problemen som uppstod när marknader med skiljda regelverk skulle samverka. Därmed stärkte också passet processen med formandet av en gemensam finansiell marknad.<sup>63</sup>

Konkurrenssituationen på den finansiella marknaden har alltså förändrats sedan implementeringen av MiFID-direktivet och enligt en artikel i Dagens Industri menar, då nystartade Burgundys VD, Olof Neiglick, att 85 % av handelsvolymen i Norden ska kunna handlas via deras MTF-plattform. Han menar vidare att målet är att under år 2010 ha tagit 25 % av den nordiska aktiehandeln.<sup>64</sup> Hur detta inverkar på kundens ställning kommer vi vidare att diskutera i kapitel 5, men att verksamheten hos de traditionella reglerade marknaderna inte är ohotad och att MiFID verkligen påverkar marknadssituationen anser vi att Burgundys planer bevisar. Även Konkurrensverket använder, i ett beslut från 2009, Burgundy som belägg för att konkurrenssituationen på den svenska värdepappersmarknaden är i förändring.<sup>65</sup> De påpekar dock att det annars främst är i London som de nya handelsplatserna skapats och detta påvisar också den ökade integreringen av den de finansiella marknaderna i Europa. Myndigheten hävdar att MiFID har skapat starkare konkurrens på marknaden, särskilt gällande handel med aktier i stora bolag, men att nya handelsplatser, såsom Burgundy, även kan förbättra handeln med andelar i mindre bolag. Vi finner det värt att påpeka att Konkurrensverket genom texten visar att processen fortfarande är pågående och att nya effekter av MiFID ännu tar sig uttryck.

#### 4.1.2. Internalisering och fragmentering

Gällande den tidigare nämnda praktiseringen av internalisering är det relevant att adressera problematiken om att ökad internalisering och minskad koncentration kan få negativa effekter för marknaden. Särkilt finns det en oro att processen leder till fragmentering, en situation där marknaden splittras med följd att kontrollen av och insynen i systemet minskar. Enligt Davies, Dufour och Scott-Quinn är förutsättningen för en fragmenterad finansiell marknad att samma säkerhet kan handlas på flera handelsplatser.<sup>66</sup> Detta kriterium uppfylls av MiFID redan genom förenklandet av etablerandet av MTF:er, men Gobbo tillför ytterligare kriterium och menar att på en fragmenterad marknad når inte all information fram till alla intressenter. Det är när allt fler diversifierade multilaterala handelsplatser kombineras med ökad internalisering och bristande informationsflöde som utvecklingen leder till fragmentering. I en sådan situation skadas marknadens dynamik samtidigt som prissättning, volatilitet och likviditet påverkas negativt.<sup>67</sup> Motsatsen till den fragmenterade marknaden är den konsoliderade och det är snarare mot detta som MiFID genom harmoniseringen vill forma den finansiella marknaden. Huruvida direktivet verkligen leder till en konsoliderad marknad

---

<sup>63</sup> Davies, 2008, s. 6.

<sup>64</sup> Dagens Industri, publicerad 2009-05-06 hämtad 2009-12-01.

<sup>65</sup> Konkurrensverkets beslut, 2009-02-25.

<sup>66</sup> Davies, Dufour & Scott-Quinn, 2006, s. 5.

<sup>67</sup> Gobbo, 2009, s.68

eller om Gobbo har rätt i sina farhågor om fragmentisering är en diskussion vi fortsätter i kommande kapitel om kundens ställning.

Internalisering kan leda till minskad likviditet på reglerade marknader på grund av att kunden på dessa handelsplatser är tvingade att ge ut information om sina investeringspreferenser till andra investerare, vilket påverkar kundens önskan att handla där. Gobbo diskuterar detta och menar att orders riktas bort från de traditionella marknaderna mot mer alternativa handelsplatser och att detta skulle öka risken, och minska intresset, för investeringar på de tidigare marknaderna.<sup>68</sup> För varje extra aktör som agerar på en enskild marknad ökar rimligtvis chansen att hitta en köpare och säljare till specifika bud. Detta skulle tala för att koncentration skulle gynna effektiviteten på marknaden. Vi vill dock argumentera att mer utbredd internalisering och begränsad koncentration istället kan öka antalet potentiella marknadsdeltagare då varken köpare eller säljare är begränsade till en specifik handelsplats. I detta resonemang vill vi avslutningsvis lyfta fram Gobbos ståndpunkt att en fördel med internalisering kan vara att den totala likviditeten på marknaden istället ökar då både transaktionskostnader och tendenser till monopol minskar.<sup>69</sup>

## 4.2. Genomlysning

*”Sund konkurrens kräver att marknadsdeltagare och investerare har möjlighet att jämföra de priser som handelsplatserna är skyldiga att offentliggöra”,* så skriver kommissionen och rådet i inledningen till MiFID och menar vidare att det är medlemsstaternas uppgift att avlägsna hinder som försvårar en sammanställning av information på europeisk nivå.<sup>70</sup> Själva grunden i området om genomlysning är att investerarna ska vara säkra på att de, såväl inför som efter en transaktion, får ta del av den information som är nödvändig för att de ska kunna utvärdera sina alternativ. Kommissionen och rådet fortsätter därför med att konstatera att det är nödvändigt att säkerställa att transaktioner på den finansiella marknaden sker med full insyn. Samtidigt är det också en nödvändighet att det finns kontrollerande instanser i respektive medlemsland och att deras verksamheter bör samordnas på en europeisk nivå. Ett år med MiFID av Finansinspektionen visar att genomlysningskriterierna uppfylls väl av de svenska värdepappersföretagen. Andelen företag som i granskningen fått anmärkningar är, jämfört med flera andra undersökningsområden, nämligen låg. Myndigheten belyser dock att informationen om kurser och transaktioner brister vid handel utanför handelsplatser, så kallad OTC-handel.<sup>71</sup> I en debattartikel i Dagens Industri hävdar Stockholmsbörsens VD Erik Thedéen samt Nasdaq OMX Nordiskas VD Hans-Ole Jochumsen att så mycket som 40 % av aktiehandeln i Europa sker i form av OTC-handel. De belyser problematiken i att denna handelstyp inte omfattas av MiFID samt att information vid sådan handel är begränsad.<sup>72</sup>

---

<sup>68</sup> Gobbo, 2009, s.70

<sup>69</sup> ibid, s.61

<sup>70</sup> Direktiv 2004/39/EG, s. 4

<sup>71</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31a, s. 18.

<sup>72</sup> Thedéen & Jochumsen, publ. 2009-09-22 hämtad 2009-12-12.



#### 4.2.1. Pre- & posttransparens

Genomlysningen på den värdepappersmarknaden innebär att det ska finnas transparens i transaktionerna som sker. Liknande bestämmelser har funnits sedan tidigare men genom MiFID skärps kraven och nu ska information från värdepappersföretagen tillhandahållas och offentliggöras såväl innan som efter transaktionen. Artikel 28 i direktivet statuerar att uppgifter om pris, volym och tidpunkt ska offentliggöras för all handel med aktier och detta så nära realtid som möjligt för att motverka asymmetrisk information och tidigt tillgängliggöra den för andra marknadsdeltagare. Direktivet lyfter vidare upp kraven om transparens i fler artiklar och fokuserar i dem de enskilda typerna av handelsplatser.<sup>73</sup> Att tillhandahålla denna information ställer högre krav på värdepappersföretag och innebär att de behöver lägga såväl tid som finansiella medel på att samla in information och delge den till marknaden. Vi ser också ett problem i att det också kan vara en stötesten för investerarna då de kanske inte ser det som önskvärt att delge övriga marknadsdeltagare information om deras investeringspreferenser.

I diskussionen om transparens och genomlysning bidrar Guilia Gobbo med en nyttig infallsvinkel. Hon belyser den diskussion vi lyft fram under marknadsplatser om internalisering eller koncentration som två sätt som transaktioner av finansiella instrument kan ske på. I takt med att, som det beskrivs ovan, internaliseringen ökar på en marknad och att koncentrationen minskar blir marknaden allt mer beroende av att aktörerna kan ta del av rättvisande och uttömmande information. Svaret på en sådan situation är att kraven på genomlysning i systemet ökar och Gobbo förser oss därför med en relevant definition av en transparent handelsmiljö. Denna karaktäriseras av att detaljerna i en order är offentliga för alla aktörer på marknaden.<sup>74</sup> Gobbos infallsvinkel utgår från frågeställningen om hur transparent en koncentrerad marknad egentligen kan vara. Vår reflektion om att värdepappersföretagen kan missgynnas av de högre kraven på genomlysning påpekas även av kommissionen själva då de menar att hög transparens kan leda till fluktuationer i priserna på aktier och att värdepappersföretagen då inte längre ser det som lönsamt att agera på marknaden.<sup>75</sup> Kommissionen och rådet hävdar dock att ett av de huvudsakliga syftena med MiFID är just att främja effektiviteten i prisbildningsprocessen av finansiella instrument och hjälpa värdepappersföretagen att uppfylla skyldigheterna om att genomföra transaktioner med garantier om bästa möjliga utförande.<sup>76</sup> Den före detta övervakningschefen för Stockholmsbörsen och Finansinspektionen, Mats Wilhelmsson, menar att nya handelsplatser kan vara ett hot mot de reglerade marknaderna då de tappar i volym till förmån för MTF:erna. Han hävdar också att även om det är positivt med en starkare konkurrenssituation, så försvåras värdepappersföretagens uppgift att övervaka vilken handelsplats som har det lägsta priset på det finansiella instrumentet.<sup>77</sup> Kommentaren att värdepappersföretagen kan uppleva svårigheterna med att övervaka priser kan vara viktig att belysa då den innebär att instituten därmed kan brista i sitt uppdrag, något som inverkar negativt på kundens ställning.

---

<sup>73</sup> Se exempelvis artikel 29, 30, 44 och 45.

<sup>74</sup> Gobbo, 2009, s. 68.

<sup>75</sup> KOM(2002) 625 final, s. 11.

<sup>76</sup> Direktiv 2004/39/EG, s.5.

<sup>77</sup> Svensson, publ. 2008-07-16, hämtad 2009-12-14.

Genomlysningen motverkar fragmenteringstendenserna på värdepappersmarknaden, men det innebär också ett skydd för rättvisan på marknaden genom att försäkra kunderna om att de inte utnyttjas av värdepappersföretagen. Vidare innebär ökad transparens att kundernas insats för sökande efter det bästa alternativet minskar och att marknaden därför blir mer tillgänglig för dem. John A Burke bidrar med slutsatser om betydelsen av stor transparens och menar att investerare kräver pre-transparens för att kunna avgöra huruvida de bör sälja eller köpa ett visst instrument.<sup>78</sup> Vidare hävdar han att post-transparens är en absolut nödvändighet för att det exakta priset inte är känt innan affären sker.

Finansinspektionens rapport "Ett år med MiFID" riktar ljus mot det faktum att svenska värdepappersföretag skiljer sig åt i utförandet av de riktlinjer som avgör vilken information de offentliggör. Transaktionskraven i MiFID innebär, utöver informationen om detaljer kring transaktioner, att värdepappersföretagens interna riktlinjer för verksamheten ska vara offentliga. Investerarna ska därigenom kunna få en korrekt bild av verksamheten och försäkra sig om att kraven som sätts ut i artikel 19, om rättvisa, ärlighet och professionalitet med målet att nå bästa utförande, uppfylls. Enligt Finansinspektionen är dock tendensen att företagen publicerar allt för allmänt hållen information när tanken istället är att informationen ska kunna vara operativt tillämpbar och i realiteten utgöra ett effektivt styrmedel.<sup>79</sup> Detta exemplifierar att värdepappersföretagen ser restriktivt på att utlämna alltför detaljerad information och att kundernas möjlighet att kontrollera värdepappersföretagens riktlinjer därmed motverkas.

#### 4.2.2. Tillhandahållande av information

I diskussionen om genomlysning är det också relevant att adressera skyldigheterna att tillhandahålla information som är väsentlig för aktiviteten på den finansiella marknaden. Finansiella institut har informationsplikt till kund enligt 8 kap 22 § VpML och har en skyldighet att förse dem med *"lättbegriplig information om värdepappersinstitutet och dess tjänster, finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier, handelsplatser, priser och avgifter, samt institutets riktlinjer för utförande av order. Informationen ska ge kunderna rimliga möjligheter att förstå arten av och vilka risker som är förknippade med de investeringstjänster och de finansiella instrument som institutet erbjuder."*<sup>80</sup> Enligt tredje stycket samma paragraf stadgas även att informationen som institutet lämnar måste vara rättvisande, tydlig och inte vara vilseledande. Informationsskyldigheten är ett sätt att skydda investerare och syftar till att motverka informationsasymmetri.

En annan informationsskyldighet innefattar upprättandet av prospekt, vilket regleras i Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument. Prospekt skall enligt 2 kap 1 § nämnda lag *"upprättas när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad"*. Enligt 2 kap 28 och 11 §§ ska prospektet när det godkänts och registrerats av Finansinspektionen offentliggöras och det ska innehålla information om både värdepappret och emittenten, så att

---

<sup>78</sup> Burke, 2009-01-19, s. 29.

<sup>79</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31a.

<sup>80</sup> 8 kap 22 § VpML.

investeraren kan göra en grundad bedömning av företagets finansiella ställningen. Burke menar i sin artikel att även om det finns en skyldighet att upprätta prospekt i syfte att motverka informationsasymmetri, så har den mindre investeraren inte den kunskap som krävs för att förstå innebörden av prospektet.<sup>81</sup> En tredje typ av finansiell information utgör offentliggörandet av årsredovisningar och kvartalsrapporter, vilka företag har en skyldighet att upprätta löpande. Burke menar att investerarskydd i syfte att korrigera informationsasymmetri och olikheter i förhandlingsstyrka är ineffektiva och att den information som offentliggörs i form av både årsrapporter och prospekt inte fyller sitt syfte att informera den icke-professionella investeraren. Han menar istället att detta till och med kan vara till nackdel för den icke-professionella investeraren på så vis att den stora volymen av information blir för mycket för att kunna tillgodogöra sig den och att investeraren som en konsekvens av detta inte läser informationen alls.<sup>82</sup> Å andra sidan, i dagens samhälle följer informationen i form av års- och kvartalsrapporter uttryckliga regler för utformning. En aspekt som, enligt oss, även är av betydelse är den roll som dagstidningar och television kan ha i vidarebefordran av information och publicerande av råd angående finansiella investeringar. Detta innebär att i den situation då investeraren väljer att inte ta del av finansiell information direkt från årsrapporten, har denna möjlighet att ta del av informationen genom exempelvis affärstidningar där sakkunniga redan har tolkat informationen. Detta skulle kunna tala för att, till skillnad mot vad Burke hävdar, det inte är en nackdel för den icke-professionella investeraren med mycket information i form av prospekt och årsredovisningar. Det är önskvärt att kritiskt granska offentliggjord finansiell information och fortlöpande arbeta för förbättringar, framförallt till skydd för den icke-professionella kunden.

### 4.3. *Investerarskydd*

I tidigare rättspraxis växte det fram en skyldighet för rådgivare av finansiella instrument att tillvarata kundens intresse, vilket enligt domstolarna följde av allmänna rättsgrundsatser. Denna rättspraxis kodifierades senare i Lag om finansiell rådgivning till konsumenter och i samband med implementeringen av MiFID stiftades motsvarande regler i VpML.<sup>83</sup> Reglerna för hur värdepappersinstituten skall handla återfinns således i VpML, medan Rådgivningslagen å andra sidan stadgar ett skadeståndsansvar vid vårdslös rådgivning. Rådgivningslagen är dock endast tillämplig på konsumenter och inte näringsidkare. Implementeringen av MiFID i svensk lagstiftning har medfört ett utökat investerarskydd och VpML reglerar idag flertalet paragrafer i syfte att säkra kundens ställning på den finansiella marknaden. Trots det alltmer detaljerade regelverket på värdepappersmarknaden finns enligt Kågerman, Lohmander och De Ridder fortfarande ett behov av sundhetsreglerna, vilka alltså består av allmänna principer och som dels utgör en grund för existerande regelverk men även kompletterar det. Reglerna reglerar bland annat de grundläggande principerna om att instituten skall tillvarata sina kunders intressen, handla hederligt, rättvist och professionellt samt handla så att förtroendet för värdepappersmarknadens upprätthålls.<sup>84</sup> Nämnda principer är numera stadgade i 8

---

<sup>81</sup> Burke, 2009, s. 12.

<sup>82</sup> *ibid*, s. 36.

<sup>83</sup> Grundell, Lycke & Svensson, 2008, s. 61.

<sup>84</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 363.

kap 1 § VpML och regleringen för skyddet av investerare återfinns främst i 8 kap VpML samt Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:16.

Fortsättningsvis beskriver kapitlet om investerarskydd regelverket för kundkategorisering, vilket är av central betydelse för institutets skyldigheter gentemot kund. Därefter diskuteras investeringstjänster samt skillnaden mellan lämplighetsbedömning och passandebedömning. Slutligen diskuteras två aspekter av investerarskyddet, intressekonflikter samt best execution, också kallad principen om bästa möjliga resultat eller bästa möjliga utförande.

#### 4.3.1. Kundkategorier

En central punkt i MiFID och VpML är indelningen av kunder i olika kundkategorier. Kunderna delas i enlighet med 8 kap 15-20 §§ VpML upp i professionella kunder samt icke-professionella kunder. Professionella kunder får, om kriterierna är uppfyllda, behandlas som jämbördiga motparter. Definitionerna av professionell- och icke-professionell kund motsvarar dock inte dem för näringsidkare och konsument, vilket innebär att investeraren inte behöver vara konsument för att klassificeras såsom icke-professionell kund. Detta innebär att många företag klassificeras såsom icke-professionella kunder enligt VpML och endast företag som uppnår de lagstadgade kraven på balansomslutning, omsättning eller eget kapital enligt 8 kap 16 § VpML skall betraktas som professionella kunder. Andra grupper vilka betraktas såsom professionella kunder är bland annat enheter med tillstånd att verka på finansmarknaden, stater och myndigheter. En kund som inte omfattas av kriterierna enligt ovan nämnda lagstadgande och således är icke-professionell kan skriftligen begära att bli behandlad såsom en professionell kund. För att detta skall vara möjligt krävs dock att kriterierna i 8 kap 17 § VpML är uppfyllda, vilka upprättar krav på bland annat portföljvärde, tidigare gjorda transaktioner av större värde eller arbetslivserfarenhet från finanssektorn. Värdepappersinstitutet får enligt 8 kap 19 § VpML behandla vissa enheter såsom jämbördiga motparter, till exempel värdepappersbolag, kreditinstitut, försäkringsföretag, pensionsfonder, nationella regeringar och vissa företag. Professionella kunder kan, enligt 8 kap 17 § första stycket VpML, begära att bli behandlade såsom jämbördiga motparter, vilket värdepappersinstitutet dock inte har en skyldighet att göra. Viktigt att poängtera är dock att en fysisk person aldrig kan bli behandlad som en jämbördig motpart.

En central frågeställning är varför kundkategoriseringen är så viktig. Anledningen är att beroende på vilken kategori investeraren tillhör, innehar det finansiella institutet olika grader av ansvar. Gentemot icke-professionella kunder tillämpas omfattande kundskyddsregler där institutet bland annat har en mer långtgående skyldighet angående lämnande och inhämtande av information. Frågan aktualiseras när värdepappersinstitutet skall tillhandahålla investeringstjänster eller andra tjänster åt sina kunder.

#### 4.3.2. Investeringstjänster

När ett värdepappersinstitut tillhandahåller investeringstjänster har de, beroende på typen av investerartjänst, skyldighet att inhämta information om kund i syfte att kunna ge kunden råd utifrån

dennes egna personliga förutsättningar. Två typer av investeringstjänster är investeringsrådgivning och portföljförvaltning, varvid värdepappersinstitutet har en skyldighet att *"hämta in nödvändiga uppgifter från kunden om dennes kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten samt om dennes ekonomiska situation och mål med investeringen, så att institutet kan rekommendera kunden de investeringstjänster och finansiella instrument som är lämpliga för denne."*<sup>85</sup> Vid denna typ av rådgivning krävs således att värdepappersinstitutet gör en lämplighetsbedömning. Vid tillhandahållandet av andra typer av investeringstjänster än investeringsrådgivning och portföljförvaltning ska värdepappersinstitutet *"begära att kunden lämnar uppgifter om sina kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten, så att institutet kan bedöma investeringstjänsten eller produkten passar kunden."*<sup>86</sup> Detta innebär att institutet skall göra en passandebedömning. Enligt Grundell, Lycke och Svensson utgör lämplighetsprövningen vid investeringsrådgivning och portföljförvaltning en högre nivå än passandebedömningen, vilket tillämpas vid andra typer av tjänster som inte innebär egentlig rådgivning.<sup>87</sup> Ett problem som belyses av Finansinspektionen är att gränsdragningen mellan rådgivning och försäljning anses otydlig av både rådgivare och kunder.<sup>88</sup> Mot bakgrund av ovanstående resonemang, angående värdepappersinstitutens olika skyldigheter vid inhämtande av information, kan sådana otydligheter leda till implikationer och resultera i att kunderna nekas det investerarskydd de enligt lag har rätt till. Kågerman, Lohmander och De Ridder skriver att i det fall då kunden inte vill lämna information om sig själv, vilket denne inte heller har någon skyldighet att göra, kan inte det finansiella institutet tillhandahålla rådgivning.<sup>89</sup> I vissa fall kan dock undantag från passandebedömning göras enligt 8 kap 25 § Vpml.

Närliggande frågeställningar är vad det egentligen innebär att göra en lämplighetsbedömning eller passandebedömning och vad som utgör skillnaden mellan de två typerna av bedömningar. Citaten ovan från lagstiftningen beskriver vilken typ av information som skall efterfrågas vid lämplighetsbedömning samt passandebedömning. Vid en lämplighetsbedömning skall information om kundens kunskap och erfarenhet, ekonomiska situation samt mål med investeringen efterfrågas för att skapa en helhetsbedömning av kunden. Finansinspektionens översyn av instituten visar dock att flera av dem inte hade uppdaterat kundinformationen efter implementeringen av MiFID. Vi ser två förklaringar till detta. Antingen samlade instituten in all nödvändig information redan innan MiFID, vilket skulle innebära att direktivet därmed inte har någon egentlig inverkan på området, eller så innebär det att instituten inte lever upp till de nya kraven. Finansinspektionen menar att det sistnämnda är orsaken.<sup>90</sup> Det är relevant att här belysa skillnaderna i informationskrav för de olika kundkategorierna. Om kunden är en professionell kund tillämpas exempelvis inte informationskraven lika strikt och Grundell, Lycke och Svensson menar att i sådana situationer kan värdepappersinstitutet utgå från att kundens ekonomiska situation klarar av investeringen samt att

---

<sup>85</sup> 8 kap 23 § Vpml

<sup>86</sup> 8 kap 24 § Vpml

<sup>87</sup> Grundell, Lycke & Svensson, 2008, s. 62 & 67.

<sup>88</sup> Finansinspektionen, *Bankernas rådgivning och lagen*, Rapport 2009:8 dnr 08-3833, 2009-05-18, s. 1.

<sup>89</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 534.

<sup>90</sup> Finansinspektionen, 2009-05-18, s. 4.

kunden innehar tillräcklig kunskap och erfarenhet. Värdepappersinstitutet har dock alltid en skyldighet vid rådgivning, till både professionella kunder och jämbördiga motparter, att hämta in information om målet med investeringen och därefter anpassa sig efter det.<sup>91</sup>

Även om värdepappersinstitutet inte tillhandahåller ren rådgivning till kund skall de göra en passandebedömning för att kunna avgöra om investeringen passar kunden i fråga. Vid en sådan bedömning skall institutet inhämta information om kundens kunskaper och erfarenheter. I det fall att institutet anser att investeringen inte passar kunden har det en skyldighet, enligt 8 kap 24 § andra stycket VpML, att informera kunden om detta. Grundell, Lycke och Svensson förtydligar dock att detta inte innebär att kunden förbjuds att handla utan endast att institutet måste informera om att de anser att investeringen inte passar kunden.<sup>92</sup> Finansinspektionens rapport påvisar även brister i rutinerna med institutens passandebedömningar då frågorna som ställs till kund är för allmänna för att kunna utgöra ett godtagbart underlag för bedömningen.<sup>93</sup> Vi ser en risk i att detta skulle kunna innebära att kunderna får felaktiga rekommendationer på grund av att värdepappersföretagen inte samlar in tillräcklig information.

### 4.3.3. Intressekonflikter

Kågerman, Lohmander och De Ridder skiljer på tre typer av intressekonflikter: uppdragsrelaterade, bolagsrelaterade samt marknadsrelaterade. Värdepappersmarknaden innehar alla tre typer av intressekonflikter: intressekonflikter mellan värdepappersinstitut och kund, intressekonflikter mellan bolagsfunktionärer och bolag, samt slutligen intressekonflikter mellan enskilda intressen och allmänhetens intressen. Exempelvis anses allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden såsom ett allmänt intresse.<sup>94</sup> Av denna anledning är intressekonflikter viktiga att reglera, eftersom ett misslyckande att göra det kan skada allmänhetens förtroende för den finansiella marknaden.

Regler för hur intressekonflikter skall hanteras regleras i 8 kap 21 § VpML och ett värdepappersinstitut skall enligt stadgandet vidta alla rimliga åtgärder för att identifiera intressekonflikter samt för att förhindra att kunden påverkas negativt av dem. Enligt samma reglering har institutet en skyldighet att i den situation då kunden, trots institutets vidtagna åtgärder, kan komma att påverkas negativt av intressekonflikten, informera kunden om detta innan utförandet av investeringstjänsten. Viktigt är således att kunden inte redan skall ha påverkats negativt utan paragrafen reglerar det fall att det finns en risk att så ska ske. Som nämnts är instituten skyldiga att upprätta riktlinjer för hur intressekonflikter ska hanteras. Ett exempel på intressekonflikt är mellan analytikerna och corporate finance-avdelningen, vilket adresseras av bland annat Handelsbankens riktlinjer. Innebörden av detta är att analytikerna inte har tillträde till corporate finance-avdelningen och att de dessutom inte får ta del av icke offentliggjord information från dem.<sup>95</sup> Finansinspektionens undersökning visar att nästan

---

<sup>91</sup> Grundell, Lycke & Svensson, 2008, s. 62-63.

<sup>92</sup> *ibid*, s. 67.

<sup>93</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31b, s. 3.

<sup>94</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 371-372.

<sup>95</sup> Handelsbanken, hämtad 2009-12-15.

50 % av värdepappersföretagen får anmärkningar angående efterlevnaden av regleringen om intressekonflikter. Dock kan det poängteras att Finansinspektionen inte verkar lägga någon större vikt vid detta i rapporten utan att de nöjer sig med att poängtera att de i viss utsträckning lämnat synpunkter.<sup>96</sup>

Angående diskussionen om intressekonflikter vill vi också lyfta fram praktiserande av internalisering då Gobbo menar att detta kan vara ett hot mot icke-professionella kunder. Anledningen är att dessa kunder inte alltid har kunskapen att tillvarata sina egna intressen och vid en praktisering av internalisering uppstår intressekonflikter där det finansiella institutet har incitament att utnyttja informationsasymmetrin.<sup>97</sup> Kågerman, Lohmander och de Ridder skriver att när värdepappersinstitutet köper och säljer finansiella instrument för kundens räkning och gör självinträde och kombinationsaffärer uppstår intressekonflikter. Självinträde innebär att värdepappersinstitutet själv går in som köpare eller själv säljer till kunden, vilket innebär att värdepappersinstitutet både är uppdragstagare och part i affären. Av denna anledning finns det föreskrifter som innebär att institutet måste informera kunden om självinträdet, vilket ska ske utan dröjsmål för att undvika spekulering. En kombinationsaffär uppstår när värdepappersinstitutet tjänar som uppdragstagare åt både säljare och köpare av det finansiella instrumentet, vilket innebär en lojalitetskonflikt. På liknande vis som vid självinträde krävs att kunden informeras om att det rör sig om en kombinationsaffär. Kågerman, Lohmander och De Ridder poängterar dock att självinträden och kombinationsaffärer inte bara har negativa följder i form av skapandet av intressekonflikter, utan att det dessutom kan leda till ökad likviditet och effektivitet på den finansiella marknaden.<sup>98</sup>

#### 4.3.4. Bästa möjliga resultat

Värdepappersföretagen ska tillvarata sina kunders intressen och verka för att uppnå bästa möjliga resultat, oavsett om det är fråga om rådgivning eller ej. Regler stadgas i 8 kap 29-32 §§ VpML och beskriver värdepappersinstitutets skyldigheter angående uppförandet av riktlinjer, godkännanden samt att visa att kundens order skett i enlighet med riktlinjerna. Bästa möjliga resultat innebär att vid utförande av order åt kund ska värdepappersinstitutet *"vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden med avseende på pris, kostnad, snabbhet, sannolikhet för utförande och avveckling, storlek, art, och andra för kunden väsentliga förhållanden."*<sup>99</sup> I praktiken innebär principen om bästa möjliga resultat enligt Beckman m.fl. att värdepappersinstitutet skall utforma regler, eller så kallade riktlinjer, för utförandet av order samt beskriva hur man går tillväga till exempel vid val av marknadsplatser. Vidare ska kunden godkänna reglerna och institutet har en skyldighet att visa att de agerat i enlighet med dem.<sup>100</sup> Även om det i dagsläget har uppstått en del nya konkurrerande handelsplatser, menar Finansinspektionen att de än så länge är så få att tillämpningen av bestämmelsen om bästa orderutförande varit begränsad.<sup>101</sup> Bland synpunkterna

<sup>96</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31a, s. 10.

<sup>97</sup> Gobbo, 2009, s. 74.

<sup>98</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 378ff.

<sup>99</sup> 8 kap 28 § VpML

<sup>100</sup> Beckman m.fl, 2009, s. 195.

<sup>101</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31b, s. 3.

som framförs i granskningen urskiljs bland annat värdepappersföretagets avsaknad av förteckning över marknadsplatser.<sup>102</sup> I 8 kap 28 § sista meningen Vpml stadgas att *”Om en kund har gett specifika instruktioner, skall ett värdepappersinstitut utföra ordern i enlighet med dessa.”* Detta innebär enligt Kågerman, Lohmander och De Ridder att det är bara i den situationen att kunden lämnat specifika instruktioner som värdepappersinstitutet får avvika från sina utformade riktlinjer.<sup>103</sup> Finansinspektionen påpekar dock att det i vissa fall saknas riktlinjer för bästa orderutförande.<sup>104</sup>

En central aspekt gällande diskussionen om investerarskydd är förhållandet mellan internalisering och principen om bästa möjliga resultat. Giulia Gobbo pekar på att att internalisering kan leda till att principen om bästa möjliga resultat åsidosätts. Investmentbolagen har en skyldighet mot sina klienter att verka för bästa möjliga resultat men i fall av internalisering uppstår risken att institutet lockas att ta tillvara sina egna intressen på bekostnad av klienten. Som beskrivits tidigare uppstår det då en intressekonflikt. Gobbo hävdar att sådana fall av utnyttjande av kund kan ske oavsett om internalisering är möjligt eller ej, men risken ökar vid internalisering på grund av minskad transparens.<sup>105</sup> Burke menar vidare att det är svårt att avgöra huruvida kriteriet om bästa möjliga resultat i praktiken gynnar kunden eller internaliseraren. Anledningen är att MiFID öppnar för att systematiska internhandlare inte behöver vara i kontakt med alla handelsplatser om det är förenat med oproportionerliga kostnader.<sup>106</sup>

---

<sup>102</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31a.

<sup>103</sup> Kågerman, Lohmander & De Ridder, 2008, s. 543.

<sup>104</sup> Finansinspektionen, 2009-03-31a.

<sup>105</sup> Gobbo, 2009, s. 84 & 74.

<sup>106</sup> Burke, 2009, s. 28.



## 5. Kundens ställning

---

*I följande kapitel ställs slutledningarna från diskussionen i kapitel 4 mot varandra för att besvara uppsatsens frågeställningar. Här återkopplas till det teoretiska ramverk som presenteras i kapitel tre, vilka kommer användas för att analysera hur MiFID påverkar kundens ställning på den finansiella marknaden och belägga våra slutsatser och resultat.*

---

### 5.1. Marknadsplatser och genomlysning

Inom området marknadsplatser frågade vi oss i inledningen av arbetet huruvida MiFID-direktivet har en fragmenterande eller konsoliderande inverkan på den finansiella marknaden. Denna diskussion fördjupade vi i föregående kapitel och belyste för- och motargument för respektive ståndpunkt. För att avgöra hur detta påverkar kundens ställning, tar vi hjälp av de teorier som vi presenterade i kapitlet om studiens referensram. Vi anser det vara klart att en effekt av åtgärderna enligt MiFID är att gynna konkurrensen på den finansiella marknaden. Avlägsnandet av koncentrationsregeln innebär att finansiella instrument nu kan handlas på flera handelsplatser inom samma marknad och detta ger inte bara kunden möjlighet att välja handelsplats utan det ställer också högre krav på exempelvis den traditionella marknaden att möta de nya aktörer som kan inträda på marknaden. Att majoriteten av handelsvolymen i Norden ska kunna handlas på Burgundys MTF-plattform och att även andra handelsplatser har öppnats, belägger att konkurrenssituationen stärks. Samma värdepapper kan nu handlas på flera handelsplatser. Enligt teori om fri konkurrens leder detta till att samhällets resurser allokeras mer effektivt och att kundens ställning stärks. Den starka konkurrensen skulle enligt teorin leda till lägre priser för investeraren samtidigt som de aktiva handelsplatserna tvingas effektivisera och förnya sin verksamhet. Ur detta perspektiv leder alltså åtgärderna i MiFID-direktivet till förbättrade villkor för investeraren på den finansiella marknaden. Bättre priser och högre effektivitet tillsammans med större möjligheter att komma till avslut, genom att antalen potentiella köpare och säljare ökar, är också exempel på effekter som stärker kundens ställning. Ovanstående resonemang talar för att borttagandet av koncentrationsregeln samt införandet av nya handelsplatser, enligt teorin om marknadseffektivitet, leder till en bättre ställning för kunden.

Diskussionen i kapitel 5 visar dock att effekterna av MiFID:s åtgärder kan leda till andra resultat än bättre konkurrens och lägre priser för kund. En situation där transaktioner av samma instrument kan ske på flera handelsplatser kan leda till en fragmenterad marknad. Detta menar flera forskare är en negativ utveckling, då det på en sådan marknad uppstår situationer där inte alla intressenter får ta del av all tillgänglig information. Exempelvis kan det vara svårare att finna rätt motpart om det finns flera möjliga handelsplatser att verka på. MiFID:s mål att harmonisera och konsolidera marknaden är därför inte förenligt med bristande genomlysning, eftersom detta leder till fragmentisering av marknaden. Särskilt kan tillåtandet av systematisk internalisering påverka transparensen negativt då möjligheterna till insyn på en sådan handelsplats är mindre än på de traditionella reglerade marknaderna. Detta innebär att i fall av fragmentisering, trots den ökade konkurrensen, leder åtgärderna enligt MiFID till en sämre ställning för kunden.

Genom att aktualisera området om genomlysning sätter vi slutledningarna ovan i nytt ljus då en ökad transparens skulle kunna vara precis det verktyg som behövs för att istället öka konsolideringen av den finansiella marknaden. I diskussionen om genomlysning är framförallt två frågor centrala, om MiFID leder till bättre informationsflöde och om detta förbättrar kundens ställning samt om ökad genomlysning kan ha en negativ inverkan på marknadseffektiviteten. Som vi tidigare nämnt påvisar Finansinspektionens granskning att i varje fall de svenska värdepappersföretagen uppfyller de krav om ett bättre informationsflöde som MiFID ställer. Detta tyder på att åtgärderna som syftade till större genomlysning är tillräckliga för att motverka de negativa tendenserna till fragmentering. Enligt den effektiva marknadshypotesen avspeglas all information i priset på det finansiella instrumentet. Detta möjliggörs i sin tur av en effektiv transparens, där investerarna får tillgång till kurspåverkande information. MiFID syftar till att uppfylla just detta och att utjämna informationstillgången för marknadens aktörer. Trots det faktum att investerarna får tillgång till kurspåverkande information, innebär dock inte detta automatiskt att de kan tillgodogöra sig den. Detta har tidigare diskuterats av Gobbo som framhåller att information i egenskap av prospekt och årsredovisningar är både för komplicerade och för omfattande för att investerarna skall kunna tillgodogöra sig den. Vi vill dock hävda att tack vare affärstidningar och annan media, där information har blivit tolkad av sakkunniga, får investerarna ändå möjlighet att tillgodogöra sig informationen.

En annan aspekt gällande diskussionen om effektivitet på marknaden är, som ovan nämnts, huruvida ökad genomlysning kan leda till lägre effektivitet på marknaden. Vid hög genomlysning kan investerare vara ovilliga att lämna ut all sin information till marknaden, vilket gör dem mindre benägna att investera. Således innebär den ökade genomlysningen att aktörerna blir mindre benägna att agera på de marknadsplatser som regleras enligt MiFID och resulterar i att effektiviteten på marknaden minskar. Den ökade genomlysningen leder också till att kostnaderna för insamling samt bearbetning av information ökar, vilket påverkar investeringsbenägenheten negativt. Således kan ökad genomlysning innebära att kostnaderna ökar, vilket i sin tur påverkar effektiviteten på marknaden negativt. Diskussionen om den tilltagande OTC-handeln är här också relevant då denna påvisar att även om MiFID skulle ha positiva effekter på genomlysningen på reglerade marknader, MTF:er och systematiska internaliserare, kan effekten i slutändan ändå bli den motsatta. Om transaktionen istället sker genom OTC, undgås nämligen alla MiFID:s krav om transparens.

Sammanfattningsvis vill vi besvara tidigare frågeställning huruvida MiFID leder till en fragmenterad eller konsoliderad marknad. Kriterierna för en konsoliderad marknad är stark konkurrens i kombination med god genomlysning. En fragmenterad marknad, å andra sidan, karakteriseras av många handelsplatser men med en bristande genomlysning. I diskussionen ovan, om effekterna av nya handelsplatser, drogs slutsatsen att MiFID:s införande har lett till starkare konkurrens. Slutsatsvis torde vi även med hänvisning till Finansinspektionens rapport, vilken som nämnts framhåller att värdepappersmarknaden i Sverige karakteriseras av en god genomlysning, kunna dra slutsatsen att transparensen på marknaden ändå är god. Detta innebär att farhågorna om en fragmenterad marknad inte besannas och att den ökade konkurrensen i kombination med genomlysning leder till

en konsoliderad marknad. Med stöd av detta resonemang vill vi hävda att MiFID:s hårdare krav om genomlysning påverkar informationsflödet positivt på de marknader som direktivet reglerar. Vår enda reservation är om de starkare kraven kan öka tendensen till mer handel via OTC:er och därmed snarare undanhålla information från marknadsaktörerna. Det är därför, trots ökad konkurrens och bättre genomlysning på MiFID:s tre marknadsplatser, inte självklart att kundens ställning i slutändan förbättrats. Denna reservation ges dock inget större utrymme och tas inte i beaktande i slutsatsen då uppsatsens undersökningsområde är avgränsat till de tre marknadsplatser som MiFID reglerar.

## 5.2. *Investerarskydd*

För att kunna dra slutsatsen om huruvida kundens ställning på värdepappersmarknaden faktiskt har förbättrats, krävs även en diskussion om investerarskydd. Två arbetsfrågeställningar har bidragit i arbetet med detta område: hur MiFID syftar till att skydda investeraren och huruvida principen om bästa möjliga resultat bidrar till ett starkare investerarskydd. Teorin om investerarbeteende ger oss en lämplig inledande infallsvinkel för den fortsatta diskussionen. Då funktionaliteten på marknaden, som tidigare diskuterats, grundas i att investerarna har tillit till att institutioner och myndigheter handlar i deras intresse är det viktigt att förtroendet upprätthålls. Ett förverkat förtroende hos investeraren har enligt teorin en negativ inverkan på marknaden och därmed på samhället. I enlighet med teorin är grundtanken i investerarskyddet att värdepappersinstitutet har en skyldighet att verka för att investerarnas förtroende för marknaden bevaras. Vår tolkning är att MiFID talar för att aktörerna på marknaden har rationella, snarare än tillitsfulla, drag då det annars inte hade behövts ett så omfattande regelverk. Samtidigt som direktivet vill bibehålla investerarens tillit anser vi att det syftar till att kontrollera och reglera värdepappersföretagens mer rationella tendenser. Det är vår uppfattning att om regleringen inte existerat, så hade inte dessa företag dragit sig för att agera i strid med allmänhetens välfärd till förmån för sina egna intressen.

Som första del av investeringskyddet vill vi lyfta fram praktiseringen av kundkategorisering, vilken belyser behoven av en differentierad skyddsnivå för olika investerare. Grundtanken är att investerare med beaktande av kunskap, kapital och erfarenhet av investering är olika skyddsvärda och att värdepappersinstitutens skyldigheter skall anpassas efter detta. Kundkategoriseringen får bland annat konsekvenser i samband med värdepappersinstitutets tillhandahållande av investerings-tjänster, eftersom institutet med beaktande av kategorisering innehar olika skyldigheter angående inhämtande av kundinformation. Detta är enligt vår mening relevant att diskutera i samband med teorin om investerarskydd. Teorin gör inte skillnad på olika investerarkategorier, utan belyser endast vem investerare i allmänhet borde skyddas mot. I kundkategoriseringen tar MiFID hänsyn till att vissa investerare är så starka att de kan kategoriseras såsom professionella investerare eller till och med jämbördiga motparter. Dessa grupper har inte samma behov av skydd som den mindre investeraren och detta tar också MiFID, till skillnad från teorin, hänsyn till. Den icke-professionella kunden tillerkänns ett långtgående skydd dels gentemot andra parter men också gentemot sig själv, för att motverka ofördelaktiga investeringsbeslut. Vid institutets lämplighetsbedömning respektive passandebedömning tillerkänns behovet att skydda kunden gentemot sig själv på så vis att

lagstiftaren inte har förtroende för att kunden är lämplig att göra motsvarande bedömning på egen hand. Regleringen av intressekonflikter är å andra sidan ett exempel på där alla investerare, oavsett förhandlingsstyrka, tillerkänns rätten att skyddas mot värdepappersinstitutens missbruk. Slutsatsvis ligger diskussionen ovan i enlighet med de antaganden som vi gjorde i teoriavsnittet om vem investeraren behöver skyddas emot; i verkligheten finns ett behov av en kombination av skydden. Vi menar att MiFID använder kundkategoriseringen som en metod för att, med kundens förutsättningar som utgångspunkt, tillgodose behoven av skydd utifrån båda synsätten. Trots att MiFID i teorin erkänner båda kategorierna av investerarskydd är det av intresse att diskutera huruvida värdepappersföretagen i realiteten erbjuder investerarna dessa skydd. Som vi tidigare påtalat har nämligen Finansinspektionen kritiserat de svenska värdepappersföretagens praktisering av inhämtande av kundinformation, vilket innebär att instituten inte gör den bedömning av kunden som denne enligt lag har rätt till. Detta innebär enligt vår mening att den ena formen av investerarskyddet, det vill säga skyddet i syfte att skydda den icke-professionella investeraren från dåliga beslut, trots allt har brister.

I området om investerarskydd är det relevant att återigen återkoppla till de tidigare presenterade teorierna. Principal-agent-teorin är central för att belysa problemen på området, eftersom teorin förklarar den intressekonflikt som kan uppstå i förhållandet mellan uppdragstagare och uppdragsgivare. Som vi tidigare belyst är det viktigt för den finansiella marknaden att investerarna har tillit till de övriga aktörerna och att detta förtroende inte skadas. För att säkra att inte intressekonflikter påverkar kundens förtroende negativt sätter MiFID höga krav på värdepappersföretagen. Tillhandahållandet av information, den högre genomlysningen av företagets riktlinjer samt det förebyggande identifierandet av intressekonflikter, är alla exempel på åtgärder som motverkar de negativa effekterna av intressekonflikter. Vi vill här även lyfta fram kriteriet om bästa möjliga resultat som även det har en tydlig koppling till principal-agent-teorin, eftersom efterlevnad av detta krav innebär att agenten i detta fall verkligen tjänar principalens intresse. Enligt principal-agent teorin är förekomsten av agentkostnader något negativt och detta syftar MiFID till att motverka genom sina regler om bland annat bästa möjliga resultat. Värdepappersinstitutens skyldighet att uppfylla kravet om bästa orderutförande är av central betydelse vid valet av handelsplats eftersom kunden själv inte har möjlighet att överblicka denna information. Som tidigare nämnts är konkurrerande handelsplatser fortfarande relativt få och som Finansinspektionen menar så är tillämpningen av regeln begränsad. Trots myndighetens synpunkt får frågeställningen om huruvida principen om bästa möjliga resultat bidrar till ett bättre investerarskydd ett jakande svar. Vi anser att principen, i takt med utvecklingen på den finansiella marknaden och den ökade konkurrensen, kommer få ökad betydelse och att regeln är en viktig grund för relationen mellan institut och kund.

För att besvara huruvida kundens ställning på värdepappersmarknaden förstärks i och med MiFID krävs en sammanvägning av samtliga faktorer som diskuterats ovan. Övervägandet måste således ta i beaktande betydelsen av handelsplatser, genomlysning samt investerarskydd och det är denna diskussion vi för i slutsatsen.

## 6. Slutsatser

---

*I det avslutande kapitlet sammanfattar vi svaren på uppsatsens arbetsfrågeställningar, besvarar den grundläggande frågeställningen, huruvida MiFID-direktivets åtgärder förbättrar kundens ställning på värdepappersmarknaden.*

---

Den inledande arbetsfrågeställningen var huruvida MiFID verkar till en fragmenterad eller konsoliderad marknad. I diskussionen om kundens ställning, kapitel 5, drogs slutsatsen att MiFID har lett till en mer konsoliderad marknad, eftersom direktivet bidragit till en starkare konkurrens mellan fler handelsplatser samtidigt som marknadens genomlysning ökat. I den fortsatta diskussionen om genomlysning var arbetsfrågeställningarna huruvida MiFID bidrar till att förbättra informationsflödet på marknaden samt om ökad genomlysning kan leda till en lägre effektivitet på marknaden. Angående den första arbetsfrågeställningen drog vi ovan slutsatsen att MiFID bidrar till ett bättre informationsflöde på marknaden ibland annat i form av långtgående krav på institutens tillhandahållande av information samt transparensen inför och efter transaktioner. På frågeställningen huruvida ökad genomlysning faktiskt kan leda till en lägre effektivitet på marknaden är svaret ja. Vi identifierade två anledningar till detta där den första orsaken var att hög genomlysning kan bidra till att investerarna blir mindre villiga att lämna ut information och således investerar mindre, vilket leder till en minskad effektivitet. Den andra orsaken var att vid en hög genomlysning ökar kostnaderna för insamling och bearbetning av information. Detta påverkar både kundernas investerarenägenhet samt värdepappersföretagens utformning av verksamhet, två faktorer vilka således påverkar effektiviteten på marknaden. På så vis kan även ökade kostnader, som ett resultat av genomlysningen, leda till att effektiviteten minskar. Trots vårt resonemang om att kraven på genomlysning kan leda till minskad effektivitet, är vår slutsats att den ökade konkurrensen och harmoniseringen ändå talar för en bättre effektivitet på marknaden i stort. Avslutningsvis diskuterades investerarskyddet, vilket omfattade frågeställningarna hur dels MiFID syftar till att skydda investeraren på den finansiella marknaden samt huruvida principen om bästa möjliga resultat leder till ett starkare skydd för kunden? MiFID applicerar olika långtgående skyddsregler till förmån för olika investerartyper. Indelningen görs utifrån kundkategoriseringen där den icke-professionella investeraren erkänns behovet av skydd gentemot sig själv såväl som mot institutens egenintressen. Vid potentiella intressekonflikter, å andra sidan, erkänns alla investerare, oberoende av förhandlingsläge, ett skydd gentemot instituten. Slutsatsvis tillämpar således MiFID en kombination av båda typerna av investerarskydd till förmån för kunderna. Angående principen om bästa möjliga resultat drogs slutsatsen att även om tillämpningen av regeln ännu har visat sig relativt begränsad, leder principen till ett starkare skydd för kunden och kommer med all sannolikhet att få ökad betydelse i takt med att konkurrensen mellan handelsplatserna stärks ytterligare. Mot bakgrund av ovanstående sammanfattning av arbetets slutsatser kan den grundläggande frågeställningen, huruvida kundens ställning på värdepappersmarknaden stärkts i och med MiFID, besvaras. Med beaktande av att MiFID leder till en konsoliderad marknad med bättre informationsflöde i kombination med ett starkare investerarskydd är vår slutsats att kundens ställning på värdepappersmarknaden stärks i och med MiFID.

# Referensförteckning

## Litteratur

- Aktiespararna, *MiFID – nya regler för värdepappersmarknaden*, publ. 2007-10-31 hämtad 2009-11-11. <<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/MiFID--nya-regler-for-vardepappersmarknaden>>.
- Beckman, M., m.fl., *Sparande, kapitalförvaltning och finansiella instrument - kunskap för finansiell rådgivning*, 3:e uppl, Liber, Malmö, 2009.
- Berk, J. & DeMarzo, P., *Corporate Finance*, Pearson Addison Wesley, Boston, 2007.
- Bradley, C., Consumers of Financial Services and Multi-Level Regulation in the European Union, *Fordham International Law Journal*, maj 2008
- Burke, *Investor Protection under MiFID: Cure Worse than the Disease*, Kazakhstan Institute of Management, Economics and Strategic Research, 2009-01-19, <<http://ssrn.com/abstract=1329871>>.
- red. Elderfield, M., *Practitioner's Guide to MiFID*, City & Financial Publishing, Old Woking, 2007.
- Craig, P. & de Burca, G., *EU law: text, cases and materials*, 4:e uppl., Oxford University Press, Oxford
- Dagens Industri, *Nya börsen startar på fredag*, publicerad 2009-05-06 hämtad 2009-12-01 <<http://di.se/Avdelningar/Artikel.aspx?ArticleID=2009\05\06\336183&sectionid=Ettan>>.
- Davies, R., MiFID and a changing competitive landscape, *Babson College Working Paper*, 2008-07-30, <<http://ssrn.com/abstract=1117232>>
- Davies, R., Dufour, A. & Scott-Quinn B., The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure i red. Ferrarini, G. & Wymeersch, E., *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, New York, 2006
- Esaiasson, P. m.fl., *Metodpraktikan: konsten att studera samhälle, individ och marknad*, Nordstedts juridik, Stockholm, 2007.
- Gobbo, G., MiFID's Systematic Internalisation: the Efficiency Debate and the Future of the European Financial Markets, *European Business Law Review* 20, 2009, s. 63-99.
- Grundell, E., Lycke, J., & Svensson, A-P., *Regelverk på värdepappersmarknaden - kunskap för finansiell rådgivning*, 5e uppl, Liber AB, Malmö, 2008.
- Handelsbanken, *Riktlinjer avseende investeringsrekommendationer och hanteringen av intressekonflikter och analytikerkonflikter*, hämtad 2009-12-15, <[http://www.handelsbanken.se/shb/inet/icentsv.nsf/vlookuppics/investor\\_relations\\_riktlinj\\_analys\\_hm\\_sep\\_05\\_sv/\\$file/riktlinjer\\_analys\\_hm\\_sep\\_05\\_sv.pdf](http://www.handelsbanken.se/shb/inet/icentsv.nsf/vlookuppics/investor_relations_riktlinj_analys_hm_sep_05_sv/$file/riktlinjer_analys_hm_sep_05_sv.pdf)>.
- Inderst, R., Retail Finance: Thoughts on Reshaping Regulation and Consumer Protection after the Financial Crisis, *European Business Organization Law Review* 10, 2009, s. 455-464
- Jones, T., *Business Economics and Managerial Decision Making*, John Wiley & Sons, Chichester, 2009.
- Kågerman, P., Lohmander, C., & De Ridder, A., *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2008.
- red. Skinner, C., *The future of investing in Europe's markets after MiFID*, Wiley Finance, Chichester, 2007.

- Svensson, M., *Risk för högre transaktionskostnader*, Affärsvärlden, publ. 2008-07-16, hämtad 2009-12-14. <<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article382999.ece>>.
- Stout, L. A., *Trust Behaviour: The Essential Foundation of Securities Markets*, *Law & Economics Research Paper Series at UCLA School of Law 09-15*, 2009.
- Thedéen, E. & Jochumsen, H-O., *Handeln flyr börserna*. Dagens Industri, publ. 2009-09-22 hämtad 2009-12-12, <<http://di.se/Avdelningar/Artikel.aspx?ArticleID=2009\09\22\353548&sectionid=Ettan>>.

### *Officiella dokument och rapporter*

- Europeiska gemenskapens officiella tidning, *Översyn av direktivet om investeringstjänster*, C 21 E/106, 2002-01-24.
- Europa parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG. Publ. i Europeiska unionens officiella tidning, L145, 47 årgången, 2004-04-30.
- Finansinspektionen, *En ny reglering av värdepappersmarknaden*, Rapport 2006-03-03.
- Finansinspektionen, *Ett år med MiFID*, Rapport 2009-03-31a.
- Finansinspektionen, *Så klarar lever företagen upp till de nya värdepappersreglerna*, Rapport 2009:5, dnr 08-1357, 2009-03-31b.
- Finansinspektionen, *Bankernas rådgivning och lagen*, Rapport 2009:8, dnr 08-3833, 2009-05-18.
- KOM(2002) 625 slutlig, *Förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om investeringstjänster och reglerade marknader samt om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG*, Bryssel, 2002-11-19.
- KOM(2007) 727 slutlig, *Meddelande från Kommissionen, Översyn av Lamfalussyprocessen, En mer enhetlig tillsyn*, Bryssel, 2007-11-20.
- Komitéedirektiv 2004:90 *Värde marknadsfrågor*, Beslut vid regeringssammanträde den 23 juli 2004, Finansdepartementet
- Konkurrensverkets beslut Dnr 310/2007 *om påstått missbruk av dominerande ställning*, 2009-02-25.
- Prop. 2006/07:115 *Ny lag om värdepappersmarknaden*.
- Rådets direktiv 93/22/EEG av den 10 maj 1993 *om investeringstjänster inom värdepappersområdet*.
- SOU 2006:50 *En ny lag om värdepappersmarknaden*.