



2009-04-09

# Ett år med Mifid

Slutrapport: Så klarar företagen  
de nya värdepappersreglerna.



## INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	1
INLEDNING	2
Ett år med Mifid	2
Undersökningens metod och omfattning	3
UNDERSÖKNINGEN – INNEHÅLL OCH UTFALL	5
Utfall av undersökningen	5
Fortsatt tillsyn	5
Granskningsresultat	6
UPPFÖLJNING AV DELRAPPORT	18
Riktlinjer i allmänhet – för vem och varför?	18
Passandebedömning – vad avses?	19
Lämplighetsbedömning av befintliga kunder?	19
Incitament – vilken information ska kunden få?	20
PRIMÄRMARKNADSTRANSAKTIONER OCH MIFID	22
APPENDIX - REGELFÖRDJUPNING	25

## Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) har med anledning av de nya värdepappersreglerna, Mifid<sup>1</sup>, granskat 106 värdepappersföretag under 2008. Syftet har varit att fånga upp problem och frågeställningar som det nya regelverket har fört med sig samt att kontrollera att värdepappersföretagen har anpassat sig i tillräcklig omfattning. Finansinspektionens samlade bedömning är att de undersökta värdepappersföretagen har arbetat aktivt med att anpassa sig till Mifid och att huvuddelen av dessa uppfyller kraven i regelverket. Samtliga företag har dock fått synpunkter på en eller flera områden. FI har konstaterat allvarliga brister i fyra av företagen vilket har lett till prövning om sanktion.

I de fall samma synpunkter har framförts till flera värdepappersföretag har FI valt att närmare beskriva och diskutera tillämpningen av de aktuella bestämmelserna. Bland dessa märks bland annat:

- vikten av uppdragsavtal vid outsourcing av verksamhet med anknytning till värdepappersföretagets tillståndspliktiga verksamhet,
- regelfunktionens nya kontrollansvar,
- behovet av en mer övergripande och kritisk granskning av verksamheten för att identifiera intressekonflikter som kan riskera att påverka kundens intressen negativt,
- avsaknad av dokumenterad koppling mellan råd och de uppgifter som kunden har lämnat om sig själv,
- synpunkter på att värdepappersföretagens riktlinjer inte är anpassade till organisation och verksamhet vilket är en förutsättning för att de ska vara operativt tillämpliga och därmed utgöra ett effektivt styrmedel,
- behov av mer utvecklad passandebedömning som utgår från kundens bakgrund, kunskap och erfarenhet,
- diskussion kring lämplighetsprövning av gamla kunder,
- behov av mer utvecklad sammanfattande incitamentsinformation så att kunden blir medveten om i vilka situationer incitament kan förekomma och i vilken omfattning.

FI planerar flera undersökningar med utgångspunkt från undersökningens resultat, t ex granskning av filialverksamhet samt tillämpning av regelverkets bestämmelser om bästa orderutförande.

FI har tidigare uttalat att primärmarknadstransaktioner faller in under Mifid-regelverket. Normalt är corporate finance-verksamhet tillståndspliktig. En primärmarknadstransaktion kan dock även omfatta tillståndspliktig verksamhet i förhållande till de investerare som tecknar sig i en emission genom att värdepappersföretaget utför order för investerarens räkning. Detta medför att Mifid:s regler om kundskydd blir tillämpliga. En avgörande faktor är dock om investeraren och värdepappersföretaget kan anses inleda ett kundförhållande i samband med transaktionen.

---

<sup>1</sup> I rapporten används genomgående Mifid som en samlingsbeteckning för den nya Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden samt FI:s föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse.

# Inledning

FI har med anledning av de nya värdepappersreglerna, Mifid<sup>2</sup>, granskat ett stort antal värdepappersföretag under 2008. Undersökningen har syftat till att fånga upp problem och frågeställningar som det nya regelverket har fört med sig samt att kontrollera att värdepappersföretagen har anpassat sig i tillräcklig omfattning. Denna rapport sammanfattar det slutliga resultatet av undersökningen.

## Ett år med Mifid

De finansiella marknaderna i Sverige och EU har nu levt i drygt ett år med Mifid, det nya regelverket på värdepappersområdet. Mifid-regelverket har på ett övergripande plan en stor flexibilitet, som tar hänsyn till företagens storlek och komplexitet. Samtidigt är reglerna i vissa delar mycket precisa och detaljerade. Anpassningen till det nya regelverket har ställt stora krav på berörda företag. Befintliga rutiner, instruktioner och datoriserade system har fått ändras och uppdateras. I många fall har nya rutiner och nya system krävts.

Regelverket har också ställt krav på att Finansinspektionens tillsyn ska kunna hantera den flexibilitet som finns i regelverket och ha resurser för att göra tolkningar och bedömningar av olika frågeställningar.

Det är viktigt att fokusera på att mängden av alla detaljregler, som kan upplevas som onödigt ingripande, har som syfte att tillse att regelverkets grundläggande principer uppfylls, nämligen:

- att företagen ska identifiera och hantera sina risker och intressekonflikter
- att företagen ska behandla sina kunder hederligt och rättvist och lämna tillräcklig och korrekt information.

Med den finansiella krisen har principerna och betydelsen av att de följs fått en förnyad aktualitet.

Mifid är ett EU-harmoniserat regelverk och FI:s tolkningar och bedömningar görs ofta inom ramen för samarbetet inom den Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR<sup>3</sup>). FI har i likhet med de andra CESR-medlemmarna förbundit sig att följa CESR:s tolkningar och rekommendationer, om inte legala hinder finns på nationell nivå. Det betyder att de tolkningar och bedömningar FI gör kan komma att ändras om CESR kommer fram till en EU-harmoniserad tolkning.

FI:s rapport ger en ögonblicksbild av det arbete som företagen har genomfört för att anpassa sig till det nya regelverket. Anpassningen är en pågående process som fortsätta framöver med beaktande av de synpunkter som FI:s

<sup>2</sup> Directive on Markets in Financial Instruments (2004/39/EG), implementerad genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV) samt genomförandedirektiv 2006/73/EG, implementerad genom Finansinspektionens föreskrift 2007:16.

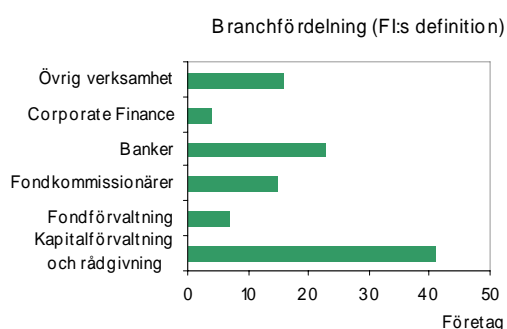
<sup>3</sup> CESR – The Committee of European Securities Regulators.

undersökning har genererat. FI hoppas att denna rapport kan bidra till att underlätta detta arbete.

## Undersökningens metod och omfattning

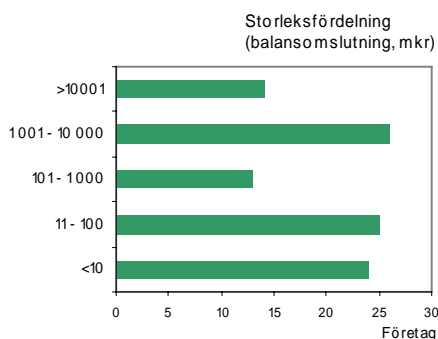
Det nya Mifid-regelverket omfattar bl a verksamhet som tidigare inte har varit tillståndspliktig och har också medfört en del förändringar av befintliga tillstånd. För att förenkla för värdepappersföretagen transformerades gamla tillstånd till nya i samband med att den nya lagen trädde i kraft.

Transformeringen var dock standardiserad varför FI beslöt att kontrollera och följa upp om värdepappersföretagen och dess utländska filialer bedriver verksamhet som motsvarar de nya tillstånden.



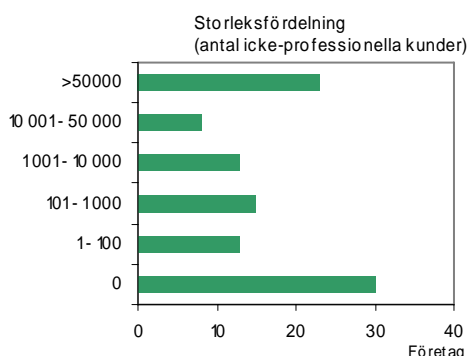
Mellan februari 2008 och januari 2009 har 106 värdepappersbolag och banker besökts av FI. Därutöver har värdepappersrörelsen hos ytterligare 50 sparbanker kartlagts med hjälp av en enkät.

Förutom att kontrollera tillstånd har undersökningen fokuserat på de förändringar som det nya regelverket har medfört, i syfte att på ett tidigt stadium identifiera områden där regelverket tolkas på olika sätt eller där värdepappersföretagen upplever problem med regeltillämpningen. Den stora spridningen av företagens storlek och verksamhetsinriktning visar att värdepappersrörelse kan bedrivas i många former. Detta kräver anpassad tillsyn och proportionell regeltillämpning vilket Mifid ger visst utrymme för.



I de fall som FI har konstaterat brister hos de granskade värdepappersföretagen har en bedömning gjorts om de är så pass allvarliga att de bör prövas för eventuell sanktion. I annat fall har bristerna kommunicerats i en slutskrivelse, i vissa fall med en uppmaning till företaget att inkomma med en beskrivning hur det avser att komma till rätta med de påpekade missförhållandena. FI kommer att följa upp undersökningen hos

ett urval av de granskade företagen genom platsbesök. I övriga fall kommer företagens hantering av undersökningens synpunkter att följas upp och beaktas i den löpande tillsynen.



FI publicerade i december 2008 en delrapport om de preliminära resultaten av den aktuella undersökningen. I rapporten uppmärksammades ett antal

frågor och problem som FI ville kommunicera med branschen på ett tidigt stadium. Branschen inbjöds också att lämna kommentarer och synpunkter på rapportens innehåll vilket hörsammades av tre intressenter. En uppföljning av dessa görs i avsnittet ”Uppföljning av delrapport” (sidan 17).

Slutrapporten inleds med en genomgång av undersökningsresultatet och de granskningsområden som ingick. Därefter presenteras uppföljningen av delrapporten med efterföljande fördjupning på området ”Primärmarknadstransaktioner och Mifid” för vilket branschen har efterfrågat vägledning från FI.

I rapporten används genomgående Mifid som en samlingsbeteckning för den nya Lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden samt FI:s föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse. Regelhänvisningar görs löpande i rapporten genom fotnotshänvisning. I Appendix (sidan 25) beskrivs utvalda regelområden som är av betydelse för rapportens fördjupningar.

## Undersökningen – innehåll och utfall

Undersökningen omfattar ett antal prioriterade granskningsområden med koppling till de huvudsakliga förändringar som det nya regelverket har medfört för värdepappersföretagen. Utöver dessa har FI även tagit med frågor med anknytning till regelverk som direkt påverkar företagens värdepappersrörelse, t ex penningtvätt och marknadsmissbruk.

### Utfall av undersökningen

Den avslutade undersökningen omfattar 106 värdepappersföretag. Finansinspektionens samlade bedömning är att de undersökta värdepappersföretagen har arbetat aktivt med att anpassa sig till Mifid och att huvuddelen av dessa uppfyller kraven i regelverket. Samtliga företag har dock fått synpunkter på en eller flera områden varav rutiner och riktlinjer för regelefterlevnad är det vanligast förekommande. FI har konstaterat allvarliga brister i fyra av företagen vilket har lett till prövning om sanktion. Tre fall har avskrivits då missförhållandena inte bedömts som sanktionsmässiga och företagen har vidtagit rättelse. I ett fall har FI beslutat om återkallande av tillstånd vilket senare har omvandlats till en varning. Ett mindre antal företag utreds fortfarande.

### Fortsatt tillsyn

I linje med undersökningens syfte har FI identifierat flera områden där branschen har haft svårigheter att implementera det nya regelverket eller där det förekommer skillnader i hur regelverket har tolkats. FI har i så stor utsträckning som möjligt hanterat dessa frågeställningar direkt i kontakt med företagen, alternativt kommuniceras FI:s ståndpunkter i denna rapport. Eftersom undersökningen löpande har genererat nya frågor som FI har tagit ställning till är det viktigt att företagen beaktar de synpunkter som framförs i denna rapport, oaktat de besked som har lämnats i slutskrivelsen. En del frågeställningar återstår att utreda och kommer framöver att behandlas löpande i nära koppling till den europeiska samverkan som sker genom CESR.

Undersökningen visar att värdepappersföretagen ofta samarbetar med försäkringsförmedlare vars regelverk inte är lika omfattande som Mifid. FI kommer därför att granska dessa relationer närmare inom ramen för en särskild tillsynsinsats under 2009, inriktad på försäkringsförmedlare.

Undersökningen har också utelämnat vissa granskningsområden, vars omfattning kräver särskilda insatser. T ex kommer FI att närmare granska tillämpningen av regelverkets bestämmelser om bästa orderutförande<sup>4</sup>. En särskild granskning planeras också av värdepappersföretagens filialverksamhet i och utanför Sverige.

---

<sup>4</sup> 8 kap. 28-32 §§ LV.

## Granskningsresultat

Nedan redovisas resultaten av undersökningen, fördelat på de granskningsområden som FI har fokuserat på. I varje granskningsområde redovisas de vanligast förekommande synpunkter som FI har kommunicerat till företagen samt en diskussion kring ett urval av dessa. Andelen företag utan anmärkning eller synpunkt illustreras i cirkeldiagram i inledning av varje granskningsavsnitt (grön färgmarkering).

Undersökningen har även omfattat en enkät som värdepappersföretagen har besvarat. Ett urval av svaren presenteras i anslutning till granskningsavsnitten.

### Värdepapperstillstånd

#### Vanligt förekommande synpunkter

- Företaget har huvud- eller sidotillstånd för vilka ingen verksamhet bedrivs.

Andel utan  
anmärkning



Eftersom företagens kapitalkrav, organisation och utformning av rutiner och riktlinjer ofta grundar sig på erhållna värdepapperstillstånd är det viktigt att den aktuella verksamheten också avspeglar dessa. FI:s genomgång av värdepapperstillstånden har lett till att ett antal företag har fått ansöka om nya tillstånd, alternativt uppmanats att återkalla tillstånd för vilka verksamhet inte bedrivs. I flera fall har företagen medvetet behållit tillstånd i väntan på att verksamhet så småningom ska startas, upp vilket FI inte bedömt vara lämpligt. Regelverket ställer tydliga krav på att tillstånd som inte utnyttjas ska återkallas efter en viss tidsperiod.<sup>5</sup> Bestämmelsen syftar bl a till att säkerställa att nämnda rutiner och riktlinjer är aktuella och ändamålsenliga.



I några fall har värdepappersföretagen haft tillstånd för vilka ingen verksamhet bedrivs i det svenska moderbolaget men väl i dess utländska filialer. FI anser att detta är tillåtet under förutsättning att huvuddelen av den tillståndspliktiga verksamheten bedrivs i hemmedlemsstaten, d v s det land där tillstånden har erhållits, samt att det sker som ett led i att organisera företaget som en större koncern. Att bedriva merparten av verksamheten i filialer med hjälp av tillstånden från ett icke verksamt moderbolag i hemmedlemsstaten är däremot att betrakta som ett kringgående av regelverket.

<sup>5</sup> 25 kap. 5 § p. 2 och 4 LV.



### ***Uppdragsavtal (outsourcing) och anknutna ombud***

Ett värdepappersföretag kan välja att lägga ut verksamhet på en extern part genom uppdragsavtal. I de fall företagen har lagt ut arbete och funktioner av väsentlig betydelse ska de tillämpa Mifid:s villkor för uppdragsavtal<sup>6</sup>, vilket bl a innebär att företaget ansvarar för att uppdragstagaren följer gällande regelverk och att uppdragsavtalet inte försämrar kvaliteten på företagets internkontroll. Granskningen pekar på att definitionen av vad som anses utgöra väsentlig verksamhet skiljer sig mellan de undersökta värdepappersföretagen. I föreskrifterna framgår att rådgivning, utan koppling till investerings- eller sidotjänster, samt köp av standardiserade tjänster inte omfattas av reglerna om uppdragsavtal. FI anser att dessa exempel bör betraktas som undantag. Utgångspunkten bör vara att alla aktiviteter med anknytning till värdepappersföretagets tillståndspliktiga verksamhet faller in under bestämmelserna om uppdragsavtal. Exempel på dessa är:

- Inhämtning och dokumentation av kundinformation inför passande- eller lämplighetsbedömning.
- Utförande av passande- och lämplighetsbedömning.
- Funktioner för regelefterlevnad och riskkontroll.

Regelverket<sup>7</sup> ger ett värdepappersföretag möjlighet att använda sig av kunduppgifter från andra värdepappersföretag, t ex uppgifter om passandebedömning. Värdepappersföretaget som genomför en tjänst eller transaktion utifrån sådana uppgifter ansvarar dock för att uppgifterna är kompletta och motsvarar kraven i regelverket. Uppgiftslämnaren ansvarar för att informationen är fullständig och riktig.

FI noterar att flera värdepappersföretag, med huvudsaklig inriktning på förvaltning av PPM-portföljer, har valt att låta försäkringsförmedlare utföra lämplighetsprövning på nya kunder. Att samla in uppgifter om kund som underlag för lämplighetsprövning samt genomföra densamma bedöms av FI som arbete av väsentlig betydelse för verksamheten, vilket kräver uppdragsavtal mellan värdepappersföretaget och försäkringsförmedlaren.

Ett värdepappersföretag kan också välja att låta en extern part utföra vissa investeringstjänster som anknutet ombud.<sup>8</sup> Ett anknutet ombud kan göra detta inom ramen för värdepappersföretagets tillstånd och dess ansvar i förhållande till Mifid-reglerna. Granskningen har omfattat en kontroll av om värdepappersföretagen har registrerat anknutna ombud hos Bolagsverket och vilka avtal som styr denna relation. Några allvarigare brister har inte konstaterats. FI noterar att denna typ av uppdragsrelation under 2008 har växt i omfattning och att flera företag uppger att man avser använda sig av anknutna ombud i framtiden, framförallt försäkringsförmedlare.

Parallellt med den aktuella undersökningen har FI genomfört en kartläggning av försäkringsförmedlarnas verksamhet och sammanställt resultatet i en rapport<sup>9</sup>. Utifrån kartläggningen har FI konstaterat att många försäkringsförmedlare får en stor del av sina intäkter från

<sup>6</sup> 8 kap. 14 § LV samt 9 kap. FFFS 2007:16.

<sup>7</sup> 8 kap. 41 § LV.

<sup>8</sup> 6 kap. LV.

<sup>9</sup> Finansinspektionens rapport 2009:4 "Försäkringsförmedlare – i gränslandet mellan marknadsföring och förmedling".

marknadsföringsbidrag från värdepappersföretag. FI konstaterar i rapporten att gränsdragningen mellan marknadsföring och förmedling är svår att dra. Detta faktum, tillsammans med Mifid:s krav på passandebedömning i samband med förmedling, gör att försäkringsförmedlarens roll och ansvar måste tydliggöras. FI anser dessutom att det finns en uppenbar risk att marknadsföringen övergår till rådgivning när den sker i direkt kundkontakt – i det senare fallet finns det detaljerade regler som ska utgöra skydd för konsumenten.

Om inte försäkringsförmedlaren är ett anknutet ombud till ett värdepappersföretag får denne inte förmedla andra finansiella instrument än fondandelar<sup>10</sup> utanför en försäkring. FI tydliggör och exemplifierar i rapporten om försäkringsförmedlare att marknadsföring sannolikt övergår till förmedling när försäkringsförmedlaren får direkt ersättning för kund som tecknar sig för en viss produkt. Eftersom FI konstaterar att många värdepappersföretag utnyttjar försäkringsförmedlare som marknadsföringskanal, är det viktigt att ta ställning till hur försäkringsförmedlarna använder sig av företagets marknadsföringsmaterial och i vilken utsträckning det kan riskera att handla om förmedling. Detta gäller särskilt då värdepappersföretaget har tecknat provisionsavtal med försäkringsförmedlaren utan att denne är ett anknutet ombud.

### *Rutiner och riktlinjer för regelefterlevnad*

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Det har inte upprättats någon skriftlig årlig rapport om regelfunktionens arbete.
- Funktionen saknar kontrollmoment i sitt arbete.
- Funktionen är inte tillräckligt oberoende i förhållande till värdepappersföretagets operativa verksamhet.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



En viktig del av undersökningen har varit att granska de rutiner och riktlinjer som styr funktionen för regelefterlevnads arbete att kontrollera regelefterlevnaden i värdepappersföretaget. FI har bland annat granskat funktionens arbetssätt och storlek i förhållande till verksamheten. En välorganiserad funktion med tydliga riktlinjer bidrar sannolikt till ökat kundskydd och utgör därför en viktig del av värdepappersföretagets organisation. De nya reglerna innebär bland annat att regelfunktionen ska ansvara för att kontrollera och regelbundet bedöma om företagets åtgärder och rutiner för regelefterlevnad är lämpliga och effektiva. FI bedömer att detta inte är möjligt om inte funktionens arbete omfattar vissa kontrollmoment. I samband med undersökningen har FI vid flera tillfällen haft synpunkter på att detta inte tillräckligt tydligt framgår av funktionens riktlinjer.

Det ökade kontrollansvaret har också medfört att flera företag har ansett att regelfunktionen behöver utökas med mer resurser. Samma förhållande bör också gälla de konsultbolag som hanterar regelefterlevnad på uppdrag av mindre värdepappersföretag. FI anser att kvalitén på kontrollen kan påverkas

<sup>10</sup> För detta krävs tillstånd för sidoverksamhet enligt lag (2005:405) om försäkringsförmedling, 5 kap 1 § om fondandelsförmedling. Sidotillståndet omfattar endast andelar i investeringsfonder och fondföretag enligt 1 kap 7§ och 9 § i lagen (2004:47) om investeringsfonder.

av antalet uppdrag som konsulten tar på sig. Detta bör värdepappersföretagen ta hänsyn till när de upphandlar en sådan tjänst. Diskussionen med branschen har dock varit konstruktiv och kännedomen om funktionens utökade ansvar verkar nu vara väl förankrad hos aktörerna.

Enkätfråga: Deltar regelansvarig i den operativa verksamheten?



Granskningen har också fokuserat på regelfunktionens oberoende från den operativa verksamheten i värdepappersföretaget. Ju mer omfattande och komplex verksamhet som bedrivs, desto högre krav ställs på oberoendet. FI bedömer att större banker och värdepappersföretag bör ha en separat enhet som kan fokusera på regelefterlevnaden – att även inkludera exempelvis riskkontroll eller affärsjuridik i ansvarsområdet kan leda till att funktionen tvingas kontrollera sig själv. I den mån ett värdepappersföretag, som ingår i en koncern, väljer att utnyttja en koncerngemensam funktion för ändamålet måste uppdragsavtal upprättas. FI anser att det olämpligt att lägga ut regelfunktionens kontrollaktiviteter på funktionen för internrevision. Den senare kan då komma att granska sig själv eftersom internrevisionen ska undersöka och bedöma om kontrollmekanismer och rutiner är lämpliga och effektiva.<sup>11</sup>

### ***Rutiner och riktlinjer för riskhantering och internrevision***

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Det har inte upprättats någon skriftlig årlig rapport om riskfunktionens arbete.
- Riskfunktionen saknar kontrollmoment i sitt arbete.
- Funktionen är inte tillräckligt oberoende i förhållande till värdepappersföretagets operativa verksamhet.

Andel utan anmärkning (grön)



Granskningen har även omfattat värdepappersföretagens funktion för riskhantering samt funktion för internrevision (i den mån som värdepappersföretagen har en sådan). I granskningen har FI tittat på funktionernas oberoende, omfattning och i vilken utsträckning det utförda arbetet står i överensstämmelse med fastställda instruktioner. I likhet med granskningen av regelfunktionens arbete har FI i flera fall haft synpunkter på funktions oberoende och avsaknaden av kontrollmoment.

Det rubricerade granskningsområdet har inte omfattat de fyra storbankerna eftersom detta tidigare har gjorts i separata, riktade undersökningar.

### ***Hantering av intressekonflikter***

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Företaget har inte kartlagt eller dokumenterat potentiella intressekonflikter som identifierats i verksamheten.
- Uppgifter saknas om hur identifierade intressekonflikter ska hanteras.

<sup>11</sup> 6 kap. 10 § p. 3 FFFS 2007:16.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



Ett värdepappersföretag ska identifiera och hantera de intressekonflikter som kan uppstå i verksamheten, särskilt om dessa riskerar att påverka kundens intressen negativt.<sup>12</sup> Detta är en viktig förutsättning för att förtroendet bland såväl marknadsaktörerna som konsumenterna ska bibehållas. FI anser därför att det är viktigt att värdepappersföretagen löpande kartlägger och dokumenterar potentiella intressekonflikter i verksamheten. I den aktuella undersökningen har FI därför granskat riktlinjer och rutiner för hantering av intressekonflikter samt hur dessa kommuniceras med kunderna. I viss utsträckning har FI även lämnat synpunkter på potentiella intressekonflikter som identifierats i undersökningen.

Enkätfråga: Har  
företaget identifierat  
någon intressekonflikt  
under det senaste  
året?



Granskningen visar att värdepappersföretagen vanligtvis har riktlinjer och rutiner på plats men att det i många fall är svårt att se hur de potentiella intressekonflikterna hanteras i organisationen. FI konstaterar också att företagens dokumentation ofta utgår från typiska intressekonflikter som särskilt omnämns i lagen och föreskrifterna, t ex hantering av analysverksamhet och corporate finance-verksamhet.<sup>13</sup> Ibland krävs dock en mer övergripande och verksamhetskritisk granskning för att identifiera interna intressekonflikter, inklusive sådana av mer indirekt art. Ett exempel på detta är hanteringen av provisionsbaserad ersättning eller bonus i verksamheten.

Ett annat exempel är intressekonflikter i samband med rådgivning som FI tog upp i delrapporten. Hur bedrivs rådgivning i de fall värdepappersföretaget har ett incitament att sälja egna produkter med högre marginal jämfört med produkter från externa leverantörer? Även om incitamentsreglerna hanterar en del av denna problematik bör företaget också ta ställning till hur potentiella intressekonflikter i samband med rådgivning ska hanteras i relationen till kunderna. Även om rådgivaren inte har något direkt incitament att sälja företagets egna produkter kan denna indirekt påverkas av den interna marknadsföringen av produkterna och företagsledningens målsättning för dessa.

Mifid ger utrymme för värdepappersföretagen att utföra investerings- eller sidotjänster, trots att detta leder till intressekonflikter. Detta förutsätter dock att kunden har informerats särskilt om den specifika intressekonflikten. FI vill dock understryka att detta endast kan bli aktuellt om alternativ hantering saknas. Att medvetet avstå från att hantera en intressekonflikt kan strida mot bestämmelserna att värdepappersföretaget ska vidta alla rimliga åtgärder för att förhindra att kunders intressen påverkas negativt. I vissa fall måste företaget vara beredd att ompröva sättet att bedriva verksamhet om denna medför intressekonflikter. FI har t ex i ett par fall noterat rådgivare som erhåller en huvudsakligen provisionsbaserad ersättning som är direkt kopplad till nyförsäljning och försåld volym. I dessa fall riskerar de intressekonflikter som uppstår hamna i konflikt med företagets skyldighet att tillvarata sina kunders intressen när det bedriver rådgivningsverksamhet.

<sup>12</sup> 8 kap. 21 § LV samt 11 kap. FFFS 2007:16.

<sup>13</sup> 11 kap. 8-12 §§ FFFS 2007:16.

FI pekade i delrapporten på att handel för egen räkning med vinstsyfte (proprietary trading) kan hamna i intressekonflikt med kunddriven handel, vilket kräver mycket strikta rutiner för att kunna hanteras. FI förordar att dessa verksamheter är fysiskt åtskilda, vilket redan tillämpas på många håll. Om inte detta är möjligt bör denna typ av handel följas upp löpande med hjälp av intern övervakning och transaktionskontroll. Bolag som bedriver corporate finance-verksamhet bör också beakta de intressekonflikter som kan uppkomma genom att fysiskt placera ECM-verksamhet<sup>14</sup> tillsammans med mäklarverksamhet.

### Incitament

#### Vanligt förekommande synpunkter

- Sammanfattande information om incitament är för allmänt hållen.
- Företaget har inte informerat om incitament som ges till tredje part, enbart de som erhålls.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



De ersättningar som värdepappersföretag ger och tar emot kan från och till påverka företagets möjlighet att tillvarata sina kunders intressen. Hur incitamenten redovisas och på vilket sätt de är utformade är viktigt för att kunden ska kunna göra en välgrundad bedömning av den tjänst eller produkt som erbjuds av värdepappersföretaget. Detta regleras därför särskilt i FI:s föreskrifter.<sup>15</sup>

Enkätfråga: Förmedlar  
institutet produkter  
eller tjänster från/via  
tredje part?



FI har i undersökningen granskat hur värdepappersföretagen informerar sina kunder om incitament. I de flesta fallen har företagen valt att ge sina kunder standardiserad information i sammanfattande form. Valet av tillämpning har föranlett ett närmare ställningstagande från FI i frågan på sidan 20.

Undersökningen har endast omfattat en övergripande granskning av incitamentens art och förekomst. FI planerar därför att genomföra en särskild riktad undersökning med beaktande av det arbete som CESR för närvarande bedriver.

### Rutiner för handel och trading

#### Vanligt förekommande synpunkter

- Avsaknad av riktlinjer för bästa orderutförande då företaget endast förmedlar fondandelar.
- Avsaknad av förteckning av motparter och tillförlitliga marknadsplatser.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



Mifid innehåller nya regler kring hur värdepappersföretagen ska utföra kundorder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden.<sup>16</sup> Eftersom Mifid ger möjlighet att handla samma finansiella instrument på flera marknader är det viktigt att

<sup>14</sup> Equity Capital Market - resurs som utgör länk mellan corporate finance, mäklari och analys med tillgång till känslig information.

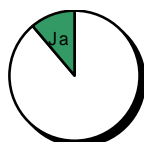
<sup>15</sup> 12 kap. FFFS 2007:16.

<sup>16</sup> 8 kap. 28-29 §§ LV samt 18-20 kap. FFFS 2007:16.

företagen dels har tydliga rutiner för att välja var ordern ska utföras och dels öppet redovisar hur dessa rutiner är utformade. FI har granskat de riktlinjer och rutiner som företagen har för att hantera valet av marknadsplats. Eftersom antalet alternativa marknadsplatser än så länge är få kan FI konstatera att bestämmelsernas tillämpning varit begränsad. I takt med att nya marknadsplatser startas kommer dock detta sannolikt att förändras.

Undersökningen har i flera fall lett till synpunkter på riktlinjernas allmänt hållna utformning vilket behandlas vidare på sidan 18.

Enkätfråga: Bedriver företaget aktiv trading och tar egna positioner i vinstsyfte (proprietary trading)?



FI har vid ett par tillfällen fått anledning att diskutera hur företagen hanterar och informerar om limitorder. Enligt regelverket<sup>17</sup> ska en limitorder som inte kan utföras, omedelbart offentliggöras på ett sätt som gör den lätt tillgänglig för övriga marknadsaktörer. Om detta görs genom att ordern skickas till en reglerad marknad eller

handelsplattform för utförande har värdepappersföretaget uppfyllt bestämmelsen. För det fall kunden har gett andra instruktioner gäller inte bestämmelsen. FI har sett exempel på att kundens instruktioner ges genom att han tar del av och godkänner värdepappersföretagets riktlinjer om bästa orderutförande. I vissa riktlinjer anges att värdepappersföretaget inte behöver offentliggöra ordern med hänsyn till kundens bästa. Det kan, enligt FI ifrågasättas om en kund kan anses ha gett instruktion enbart genom att godta företagets riktlinjer. FI kan acceptera att värdepappersföretaget, i de fall det inte har möjlighet att ha en dialog med kunden, löser det på detta sättet. FI anser dock att eftersom det rör en avvikelse från en huvudregel i lagen ställs det krav på utförlig och tydlig information som är anpassad till företagets arbetssätt, om när och hur företaget avser att avvika. Kunden måste ha möjlighet att förstå att han eller hon gjort ett aktivt val och varför han gjort det.

### **Information till kund och hantering av klagomål**

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Företagets produktinformation omfattar inte de finansiella instrument som erbjuds till kunder.
- Företaget erbjuder inga uppgifter om referensvärden eller motsvarande till sina diskretionära kunder.<sup>18</sup>
- Det saknas skriftliga rutiner och riktlinjer för kundklassificering.
- Företaget har inte tydligt definierat vad som utgör ett klagomål.

Andel utan anmärkning (grön)



Undersökningen har omfattat värdepappersföretagens informationsgivning till nya kunder, klagomålshanering, rutiner för kundklassificering samt specifik kundinformation, relaterad till de investerings- och sidotjänster som företagen bedriver. Kundkategorisering utgör grunden för Mifid:s kundskydd, vilket i sin tur påverkar vilken information som kunden ska erhålla. Undersökningen visar att företagen har haft stor nytta av det gemensamma arbete som branschen har bedrivit för att standardisera och kvalitetssäkra informationen. De nya Mifid-reglerna har dock medfört en ökande mängd kundinformation

<sup>17</sup> 9 kap. 1 § LV.

<sup>18</sup> 14 kap. 19-20 §§ FFFS 2007:16.

och flera företag har pekat på risken att kunderna överinformerats och därför inte tar till sig väsentliga uppgifter. FI håller med om att informationskraven är mer omfattande i det nya regelverket men vill samtidigt uppmana företagen att beakta Mifid:s fokus på konsumentskydd – en tydlig och konsumentanpassad informationsgivning är en del av denna. Informationen bör därför inte vara alltför standardiserad utan anpassas till de produkter och tjänster som företaget erbjuder.

Enkätfråga: Finns dokumenterade åtgärder som vidtagits till följd av klagomål under det senaste året?



Kravet på kundklassificering<sup>19</sup> verkar inte ha inneburit några större problem för företagen. Några aktörer har valt att betrakta samtliga juridiska personer som professionella kunder utan att ta hänsyn till de kriterier som i så fall måste uppfyllas enligt Mifid. FI noterar att många värdepappersföretag väljer att begära att få bli behandlade som professionella kunder istället för jämbördiga motparter i sin relation till andra värdepappersföretag. Detta gäller i första hand parter som agerar i eget namn för kunds räkning och som vill att reglerna om bästa orderutförande ska tillämpas.

De flesta företagen i undersökningen bedöms ha tillfredställande rutiner för att hantera klagomål. FI konstaterar att definitionen om vad som utgör ett klagomål skiljer sig mellan olika företag och sällan framgår av de riktlinjer som har upprättats. För att rutinerna ska fungera i organisationen är det viktigt att detta på förhand är definierat och kommunicerat till personalen så att företagets kunderna inte behandlas olika.

### ***Dokumentation och rutiner vid andra investeringstjänster än rådgivning eller diskretionär förvaltning (passandebedömning)***

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Företagets rutiner för passendebedömning överensstämmer inte med regelverket.
- Företaget plockar inte in tillräckligt detaljerade uppgifter om kundens erfarenheter och kunskap för att kunna avgöra om produkten passar kunden.

Andel utan anmärkning (grön)



Med sitt särskilda fokus på konsumentskydd innehåller Mifid flera bestämmelser som syftar till att förhindra att oerfarna konsumenter investerar i finansiella instrument som de inte förstår. En viktig del är kravet på att värdepappersföretagen ska bedöma om kunden har tillräcklig kunskap och erfarenhet för att förstå riskerna i mer komplicerade finansiella produkter genom en passendebedömning.<sup>20</sup> FI har i undersökningen granskat företagens rutiner för detta och har i flera fall konstaterat brister. En vanligt förekommande brist är att de frågor som ställs är för allmänt hållna och därför inte kan utgöra tillräckligt underlag för att bedöma om produkten passar kunden eller ej. Se vidare sidan 19.

I undersökningen har FI även granskat i vilka fall företagen kategoriserar sina finansiella instrument som komplicerade eller okomplicerade.

<sup>19</sup> 8 kap. 15-20 § LV samt 13 kap. FFFS 2007:16.

<sup>20</sup> 8 kap. 24 § LV samt 15 kap. 7-8 §§ FFFS 2007:16.



Okomplicerade instrument omfattas inte av kravet på passandebedömning.<sup>21</sup> Även om regelverket sätter tydliga ramar för klassificeringen finns det instrument som inte entydigt kan kategoriseras. Indexobligationer utgör för närvarande en sådan grupp. Branschen har därför efterfrågat vägledning från FI:s sida. För närvarande pågår ett arbete på europainivå, genom samarbetsorganet CESR, för att närmare definiera hur olika finansiella instrument ska kategoriseras. FI har valt att avvakta detta arbete med avsikt att anpassa svensk praxis till CESR:s ståndpunkt. Tillsvidare anser FI att indexobligationer kan vara svåra att förstå för konsumenterna och att de därför endast i undantagsfall kan bedömas som okomplicerade.

Passandebedömningen bör, utöver kundens tidigare erfarenheter av det specifika finansiella instrumentet, även ta hänsyn till när i tiden denna erfarenhet förskaffades. Värdepappersföretaget bör därför alltid ställa sig frågan om kundens kunskaper är tillräckligt aktuella.

### ***Dokumentation och rutiner i samband med diskretionär förvaltning och rådgivning (lämplighetsprövning)***

#### **Vanligt förekommande synpunkter**

- Företaget har inte tagit ställning till om gamla kunder (före 1 november 2007) har lämnat tillräckliga uppgifter som underlag för lämplighetsprövning.
- Lämplighetsprövning saknas – d v s dokumenterad koppling mellan föreslagna investeringar och de uppgifter som kunden har lämnat om sig själv.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



När ett värdepappersföretag erbjuder investeringsrådgivning eller portföljförvaltning ska det först inhämta nödvändiga uppgifter om kunden så att de investeringar som tjänsten resulterar i är lämpliga och anpassade till kundens ekonomiska förutsättningar, förkunskaper och behov.<sup>22</sup> Till skillnad mot passandebedömningen görs vid en lämplighetsprövning en helhetsbedömning av kunden som är mer omfattande och ställer högre krav på företagets förmåga att förstå kundens behov och förutsättningar.

FI har vid flera tillfällen haft synpunkter på värdepappersföretag, som samlar in kundinformation för lämplighetsprövning, men sedan inte tycks dra några slutsatser av denna information. Särskilt tydligt blir detta då det saknas dokumenterad koppling mellan råd och kunduppgifter, vilket är förutsättningen för själva lämplighetsprövningen. FI vill också betona vikten av att även rådgivning som inte leder till affärsavslut också ska dokumenteras. Om kunden återkommer vid senare tillfälle och genomför transaktioner utifrån de råd som gavs, bör det i vissa fall betraktas som en fortsättning av rådgivningen och inte en enskild affärshändelse.

Granskningspunkten behandlas vidare på sidan 19.

<sup>21</sup> 8 kap. 25 § LV samt 15 kap. 11 § FFFS 2007:16.

<sup>22</sup> 8 kap 23 § LV samt 15 kap. FFFS 2007:16



## Penningtvätt och terroristfinansiering

### Vanligt förekommande synpunkter

- Företaget hanterar inte kontanter och har därför inga rutiner för att granska transaktioner av andra slag.
- Företagets interna riktlinjer är inte verksamhetsanpassade.

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



Undersökningen har även omfattat kontroll av företagens rutiner avseende bekämpning av penningtvätt och finansiering av terrorism. Undersökningen visar att de företag som ingår i en bankverksamhet generellt sett har bra rutiner på plats. I vissa fall har det dock inneburit att rutinerna för värdepappersrörelsen i vissa delar inte varit specifika för verksamheten, utan avspeglat bankverksamheten i sin helhet. Även de mindre värdepappersföretag har rutiner på plats, dock inte tillräckligt verksamhetsanpassade.

Enkätfråga: Har alla  
anställda som berörs  
deltagit i utbildning  
avseende  
penningtvätt och  
finansiering av



Ett flertal andra brister har påträffats avseende bl a, rutiner för granskning av misstänkta transaktioner och rapportering till Finanspolisen, information om meddelandeförbud, rutiner för kontroll mot sanktionslistor samt arkivering av dokument som använts vid kundidentifiering. Bedömningarna gjordes i förhållande till den då gällande penningtvättslagen (lag (1993:768) om åtgärder mot penningtvätt) och FFFS 2005:5 "Föreskrifter och allmänna råd om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av särskilt allvarlig brottslighet i vissa fall". Den största risken avseende värdepappersbolag i relation till penningtvätt och finansiering av terrorism är bristande kunskap och förståelse för hur dessa företag kan utnyttjas i syften att tvätta pengar och finansiera terrorism.

## Transaktionsrapportering (TRS) och organiserad handel

Andel utan  
anmärkning  
(grön)



Mifid föreskriver att värdepappersföretag ska rapportera alla transaktioner med finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad.<sup>23</sup> FI har i undersökningen kontrollerat om värdepappersföretagen utför sådana transaktioner som ska rapporteras och därför finns registrerade som transaktionsrapportör hos FI. I de flesta fall finns rapportrutiner på plats men i några fall har företagen inte uppfattat att de förväntas rapportera, t ex kapitalförvaltare som utför order i eget namn inom ramen för sina förvaltningsuppdrag.

Enkätfråga: Utför  
företaget OTC-  
transaktioner med  
finansiella instrument  
som är upptagna till  
handel på en reglerad  
marknad?



FI har i ett par fall haft synpunkter på företagens publicering av kursinformation. Före Mifid publicerades information om kurser och omsättning i handeln med aktier via börsernas försorg. I Sverige krävde lagen att värdepappersföretagen rapporterade all handel till börserna, oavsett om handeln skett i börsernas tekniska system eller manuellt vid sidan av det tekniska systemet. I den nya lagstiftningen föreskrivs en annan ordning. Handel som sker på en

<sup>23</sup> 10 kap. LV.

marknadsplats (reglerad marknad eller handelsplattform), i ett tekniskt handelssystem eller manuellt enligt dess regelverk, publiceras av marknadsplatsen. Handel som sker utanför en marknadsplats (OTC-handel) publiceras av värdepappersföretaget självt eller genom någon som tillhandahåller den servicen. En sådan tjänst tillhandahålls av företaget Markit BOAT i London. Enligt vad FI erfar rapporteras och publiceras en icke oväsentlig andel av den totala handeln i svenska värdepapper till Markit BOAT. Professionella informationsdistributörer av kursinformation, som SIX, Reuters med flera tvingas därför samla in information från fler källor än börserna för att kunna förmedla en samlad bild av handeln med svenska värdepapper.

I engelska media har det framförts viss kritik av att nyordningen lett till kvalitetsbrister vad gäller kursinformationen. Framför allt tycks det gälla informationen om OTC-handeln. FI har i undersökningen sett att värdepappersföretagen i vissa fall rapporterar handel både till Markit Boat och till Nasdaq OMX Stockholm. Detta får till följd att avsluten dubbelrapporteras, vilket inte är i linje med de rekommendationer som CESR har gett ut<sup>24</sup>.

### Övriga bedömningar av verksamheten

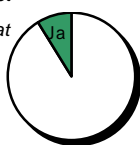
Andel utan  
anmärkning  
(grön)



FI har också granskat hur värdepappersföretagen hanterar misstänkt marknadsmissbruk samt anställdas egna affärer. De flesta företagen har tillfredställande riktlinjer på plats.

FI har i flera fall konstaterat att värdepappersföretag med hög andel kunddriven handel, såväl manuell som elektronisk, sällan har några rutiner för löpande övervakning av handeln. Mifid<sup>25</sup> ställer krav på marknadsövervakning för värdepappersföretag som bedriver en handelsplattform eller organiserar handel genom att ta emot och vidarebefordra order.<sup>26</sup> För värdepappersföretag som

Enkätfråga: Har företaget identifierat och behandlat fall av misstänkt marknadsmissbruk utan att det föranlett en rapport i enlighet med 10 § Marknadsmissbrukslagen.



tillhandahåller handel via elektroniska handelssystem (t ex nätmäklare och banker), och därmed utför order för kunds räkning, saknas det dock motsvarande krav. Att värdepappersföretagen ska rapportera misstänkta transaktioner framgår av lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk (Marknadsmissbrukslagen) men det saknas samtidigt uppgifter om huruvida detta kräver en aktiv roll från värdepappersföretagen.

Alla värdepappersföretag ska ha rutiner för att kunna rapportera misstänkta transaktioner som man har upptäckt. Även om varken Mifid eller Marknadsmissbrukslagen innehåller några uttryckliga krav på att värdepappersföretagen ska kontrollera de transaktioner som utförs eller vidarebefordras för kunds räkning<sup>27</sup>, förutsätter en sund värdepappersrörelse att värdepappersföretagen har kontroll över verksamheten så att den inte

<sup>24</sup> PUBLICATION AND CONSOLIDATION OF MiFID MARKET TRANSPARENCY DATA - Level 3 CESR's guidelines and recommendations for the consistent implementation of the Directive 2004/39/EC and the European Commission's Regulation n° 1287/2006.

<sup>25</sup> 5-6 kap. FFFS 2007:17.

<sup>26</sup> 8 kap. 13 § LV.

<sup>27</sup> Undantaget värdepappersrörelse som omfattas av 8 kap. 13 § LV.

strider mot gällande regelverk. Detta inkluderar även de tjänster som bolaget utför för kunds räkning. Företaget ska också handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls vilket förutsätter ett förebyggande arbete så att de transaktioner som företaget utför för kunders räkning inte påverkar marknaden otillbörligt.<sup>28</sup> Enligt FI:s föreskrifter<sup>29</sup> ska värdepappersföretag ha en permanent och effektiv funktion för att kontrollera och regelbundet bedöma företagets regelefterlevnad när det gäller lagen om värdepappersmarknaden och andra författningar som reglerar företagets verksamhet. Företagen bör också beakta bestämmelser i angränsande regelverk som reglerar förhållandet till kunden, t ex den föreslagna kommissionslagen.<sup>30</sup> I lagen (2009:62) om åtgärder mot penningtvätt och finansiering av terrorism framgår att värdepappersföretaget ska granska de transaktioner som kunderna gör genom företaget.

FI rekommenderar alla värdepappersföretag att införa spärrar som hindrar en kund från att handla med sig själv mellan två depåer inom företaget, alternativt att kunna upptäcka sådana transaktioner i efterhand. Anledningen till att företaget bör göra detta är att sådana transaktioner bryter mot de svenska börsernas handelsregler, att transaktionerna riskerar att vara ett brott mot marknadsmissbrukslagen då de kan påverka kurs, omsättning eller vilseleda marknads köpare och säljare, samt att dessa transaktioner kan utgöra en risk för penningtvätt, eftersom det bara handlar om en omflyttning av värdepapper och pengar och inga verkliga transaktioner.

---

<sup>28</sup> 8 kap. 1 § LV.

<sup>29</sup> 6 kap. 9 § FFFS 2007:16.

<sup>30</sup> F n ligger ärendet som lagrådsremiss <http://www.regeringen.se/sb/d/10024/a/109518>.

## Uppföljning av delrapport

FI publicerade i december 2008 en delrapport beträffande de preliminära resultaten av den aktuella undersökningen. I rapporten uppmärksammades ett antal frågor och problem som FI ville kommunicera med branschen på ett tidigt stadium. Branschen inbjöds också att lämna kommentarer och synpunkter på rapportens innehåll vilket hörsammades av tre intressenter. Nedan behandlas delar av rapportens innehåll med beaktande av de synpunkter som har inkommit. I den mån FI har uppfattat att branschen delar FI:s uppfattning kvarstår de bedömningar som publicerades i delrapporten. Dessa sammanfattas i avsnittet om undersökningens innehåll och utfall.

### Riktlinjer i allmänhet – för vem och varför?

FI konstaterade i delrapporten att riktlinjerna hos de granskade värdepappersföretagen i många fall inte är anpassade till företagets organisation och verksamhet vilket är en förutsättning för att de ska vara operativt tillämpliga och därmed utgöra ett effektivt styrmedel. En orsak till avsaknaden av ändamålsenliga riktlinjer tycks vara att dokumenten standardiseras och anpassas till allmän publicering med externa intressenter som målgrupp. FI noterade vidare att många företag tillhandahåller riktlinjer i sin helhet till kunden vilket inte är något uttryckligt krav i lagstiftningen.

Branschen menar att behovet av transparens skiljer sig beroende på riktlinjernas karaktär och de krav som ställs i lagstiftningen. Som exempel nämns riktlinjer för bästa orderutförande som kunderna ska godta enligt lagen, vilket förutsätter att kunden tar del av dem i dess helhet. FI anser att det givetvis är positivt att företaget är öppet om sin verksamhet och väljer att publicera sina riktlinjer. Regelverket ställer emellertid krav på att företagen har riktlinjer med primärt syfte att tjäna som interna styrdokument<sup>31</sup>. Konsekvensen av att företaget väljer att publicera riktlinjerna får aldrig gå ut över ändamålsenligheten och innehållet, till exempel genom att de blir för allmänt hållna för att kunna fungera som styrdokument för verksamheten. FI anser att exemplet beträffande riktlinjer för bästa orderutförande, där lagstiftningen kräver godkännande av kund, inte kan påverka detta grundläggande krav. FI anser att kunden, i första hand ska godta riktlinjerna om bästa orderutförande genom att ta del av lättbegriplig information om dessa<sup>32</sup>. I föreskriften specificeras vilka närmare upplysningar som kunden ska informeras om<sup>33</sup>.

I många fall har det inte varit tydligt om värdepappersföretagens riktlinjer är fastställda av styrelsen. Det är styrelsens ansvar att se till att riktlinjerna finns på plats och regelbundet se över och utvärdera dem. Mot denna bakgrund anser FI att riktlinjerna bör fastställas av styrelsen. Styrelsen kan dock delegera denna uppgift till exempelvis VD vilket tydligt bör framgå i styrelsens arbetsordning.

<sup>31</sup> 8 kap. 9 § LV. Se även Appendix.

<sup>32</sup> 8 kap. 22 § LV.

<sup>33</sup> 18 kap. 7 § FFFS 2007:16.

## Passandebedömning – vad avses?

FI konstaterade i delrapporten att rutinerna för passandebedömning skiljer sig mellan företagen i undersökningen. FI ansåg att en passandebedömning bör utgå från kundens bakgrund. En grundförutsättning är därför att företaget först inhämtar uppgifter om kundens nuvarande kunskap och erfarenhet. Uppgifternas omfattning kan anpassas till den enskilda produktens eller tjänstens egenskaper och art. Först därefter kan passandebedömningen göras, baserat på denna information. Saknar kunden tillräcklig erfarenhet och kunskap måste företaget ta ställning till om avrådan bör ske, d v s informera kunden om att produkten eller tjänsten inte passar.

Efter att passandebedömningen är genomförd finns det ett utrymme för att ”läka” kundens brist på kunskap genom att kunden erbjuds ta del av information om produktens egenskaper och risker och därefter bekräftar att denne läst och förstått informationen. När kunden har tagit del av informationen kan således företaget bedöma att den aktuella tjänsten eller produkten är passande. Det är FI:s uppfattning att detta endast är lämpligt för mindre komplexa produkter eller där kunskapsbristen bedöms som liten.

FI har inte mottagit några synpunkter från branschen som avviker från ovanstående. En aktör pekar dock på att mindre kunskaps- och erfarenhetsglapp bör kunna överbryggas med hjälp av relativt standardiserade informationsmaterial. Detta förutsätter att värdepappersföretagets produkter kategoriseras utifrån komplexitet och att kunden kan dra nytta av sina tidigare kunskaper när han tar steget till nästa produktkategori. Om kunskaps- eller erfarenhetsglappet är större är överbyggningen svårare och kräver mer än enbart standardiserad information – i vissa fall, då kunden vill ta för stora steg, kanske det inte är möjligt att överbygga överhuvudtaget.

FI håller med i sak men vill poängtera att varje enskilt finansiellt instrument måste bedömas utifrån sina speciella karaktärsdrag, det är inte alltid som indelning i produktkategorier är tillräckliga. Även om en kund tror sig veta hur en warrant fungerar är det inte säkert att han eller hon känner till villkoren för de olika varianter som finns på marknaden.

## Lämplighetsbedömning av befintliga kunder?

När ett värdepappersföretag erbjuder investeringsrådgivning eller portföljförvaltning ska det först inhämta nödvändiga uppgifter om kunden så att de investeringar som tjänsten resulterar i är lämpliga och anpassade till kundens ekonomiska förutsättningar, förkunskaper och behov. FI konstaterade i delrapporten att dokumentation, som har upprättats för kunder innan den nya lagstiftningen trädde i kraft, i många fall inte har uppdaterats och därför inte uppfyller dessa krav i det nya regelverket. Om en kund inte har lämnat information som utgör tillräckligt underlag för lämplighetsbedömningen måste företaget komplettera tidigare uppgifter innan investeringstjänsten kan tillhandahållas.

Detta är relativt enkelt att hantera när det gäller rådgivningskunder där uppgifterna kan uppdateras i samband med varje kommande

rådgivningstillfälle. En branschaktör menar att värdepappersföretagen, i samband med löpande rådgivning, uppfyller regelverket genom att uppmana kunden att informera företaget om något förändrats i kundens situation som kan föranleda en ny bedömning från företagets sida. FI anser att denna möjlighet utgår från att ett komplett underlag har upprättats i samband med det inledda kundförhållandet. Det ligger fortfarande på värdepappersföretagets ansvar att se till att underlaget uppfyller kraven i det nya regelverket innan ny rådgivning sker.

Vad gäller diskretionär portföljförvaltning anser FI att det är företagets ansvar att gå igenom gamla förvaltningsavtal och bedöma om kundinformationen är tillräcklig för att uppfylla kraven i Mifid-regelverket. Om en uppdatering är nödvändig bör detta göras innan portföljförändringar genomförs för kundens räkning. Branschen har påpekat att ett diskretionärt portföljuppdrag vanligtvis utgår från ett mandat eller en förvaltningsinstruktion som förvaltaren ska hålla sig till. Så länge företaget genomför transaktioner för kundens räkning i enlighet med mandatet/instruktionen borde inte någon ny lämplighetsprövning behövas. FI anser att ett tydligt förvaltningsmandat kan bidra till att värdepappersföretaget anpassar sin förvaltning till de förutsättningarna som kunden uppger i samband med att förvaltningstjänsten inleddes. I vilken mån företaget kan göra förändringar i kundens portfölj utan att pröva lämpligheten i detta beror dock på mandatets omfattning och restriktioner. Ett brett mandat förutsätter att värdepappersföretaget kontinuerligt bedömer att de förändringar som görs är lämpliga för kunden. Detta är inte möjligt om inte värdepappersföretaget har tillräckliga uppgifter om kundens ekonomiska förutsättningar, förkunskaper och behov.

## **Incitament – vilken information ska kunden få?**

I samband med undersökningen har FI tagit del av företagets rutiner för att hantera och informera om incitament. En klar majoritet har valt att utnyttja regelverkets möjlighet att tillhandahålla en mer översiktlig information till sina kunder, vanligtvis via sin hemsida. Informationens innehåll varierar men har ofta en standardiserad utformning med uppgift om incitamentets förekomst, kopplad till de finansiella instrument som värdepappersföretaget erbjuder.

Det är FI:s uppfattning att EU-kommissionens genomförandedirektiv<sup>34</sup>, som FI:s föreskrifter bygger på, i första hand utgår från att värdepappersföretagen ger fullständiga uppgifter om incitamentens natur och belopp, kopplat till den specifika tjänsten eller produkten som kunden erbjuds<sup>35</sup>. Möjligheten att informera kunderna i sammanfattande form får därför inte påverka kundens möjlighet att ta ställning till tjänsten eller produkten i samband med erbjudandet. Vi delar CESR:s uppfattning att detta endast kan uppnås om värdepappersföretagen tar upp alla väsentliga villkor för incitamentet som kan kopplas till den specifika produkt eller tjänst som kunden ska ta ställning till.<sup>36</sup> En allmänt hållen beskrivning av att värdepappersföretaget kan komma att ta emot eller betala incitament i olika situationer kan inte anses motsvara

<sup>34</sup> Kommissionens direktiv (EG) 2006/73.

<sup>35</sup> Kommissionens direktiv (EG) 2006/73, art 26 b (i).

<sup>36</sup> CESR/07-228b Inducements under MiFID.

detta. Det primära är att kunden klart och tydligt är medveten om i vilka situationer incitament kan komma i fråga så att han närmare kan höra sig för om incitamentets exakta utformning för den tjänst eller produkt som erbjuds. En uppfattning om incitamentets art och storlek bidrar sannolikt också till att kunden efterfrågar mer information. Innehållet i sammanfattningen bör därför anpassas till komplexiteten i företagets incitamentsstruktur. Lämplig information är t ex:

- vilka tjänster och produkter som omfattas av incitament samt vilka former av incitament som är förenade med dessa,
- de parter som värdepappersföretaget tar emot eller ger incitament,
- villkor för hur incitamenten vanligtvis beräknas med syfte att kunden själv ska kunna uppskatta incitamentets omfattning<sup>37</sup>,
- eventuella avvikelser från ovanstående.

Sammanfattningen ska alltid innehålla en tydlig formulering om att kunden har rätt att få exakta uppgifter om incitamentet från värdepappersföretaget.<sup>38</sup>

CESR kommer under hösten 2009 att publicera en rapport kring incitamentreglerna med syfte att förtydliga regelverket och lyfta fram god praxis på området, tillsammans med förslag på förbättringar. Ovanstående resonemang kan därför komma att förtydligas ytterligare framöver.

---

<sup>37</sup> Exempelvis kan villkor för beräkning anges, t ex om ersättningen är beräknad på stegvisa volymmål.

<sup>38</sup> 12 kap. 2 § FFFS 2007:16.

# Primärmarknadstransaktioner och Mifid

## Sammanfattning

FI har tidigare uttalat att primärmarknadstransaktioner faller in under Mifid-regelverket. Normalt är corporate finance-verksamhet tillståndspliktig. En primärmarknadstransaktion kan dock även omfatta tillståndspliktig verksamhet i förhållande till de investerare som tecknar sig i en emission genom att värdepappersföretaget utför order för investerarens räkning. Detta medför att Mifid:s regler om kundskydd blir tillämpliga. En avgörande faktor är dock om investeraren och värdepappersföretaget kan anses inleda ett kundförhållande i samband med transaktionen.

## Bakgrund

Primärmarknadstransaktioner kan ske i två former; dels som företrädesemission, då befintliga investerare tecknar sig för aktier i ett aktiebolag, dels emissioner utan företräde, där investerare bjuds in att teckna sig i en emission av finansiella instrument. Emissioner utan företräde kan innebära en ägarspridning till allmänheten i kombination med att aktierna tas upp till handel på en reglerad marknad eller en handelsplattform.

FI har tidigare bedömt att primärmarknadstransaktioner faller in under Mifid-regelverket. Den tillståndspliktiga verksamheten omfattar, precis som tidigare, värdepappersföretagets relation till emittenten då denne åtar sig att placera, garantera samt i viss utsträckning administrera och ge råd kring emissionen.<sup>39</sup> Därutöver anser FI att primärmarknadstransaktioner även kan omfatta tillståndspliktig verksamhet i förhållande till de investerare som tecknar sig i emissionen. Ställningstagandet bygger bl a på ett uttalande i propositionen<sup>40</sup> där det sägs att ett värdepappersföretag bör anses tillhandahålla tjänsten utförande av order i samband med primärmarknadstransaktioner. Som exempel anges det fall ett företag tar emot och utför en kundorder avseende teckning av aktier i emissionen. I den tidigare lagstiftningen fanns ingen direkt motsvarighet till den aktuella bestämmelsen.

Om värdepappersföretagen kan anses utföra kundorder i samband med en primärmarknadstransaktion blir Mifid:s regler för kundförhållande tillämpliga. Bestämmelserna omfattar bl a krav på kundkännedom, kundinformation samt olika skyddsregler i samband med transaktionen, t ex krav på passandebedömning i vissa fall. FI anser att detta är särskilt viktigt i samband med erbjudanden som omfattar komplicerade finansiella instrument, t ex flertalet strukturerade produkter och onoterade aktier.

FI:s ställningstagande har ifrågasatts av branschen, genom Svenska Fondhandlareföreningen ("FhF"), som pekar på att det är först när ett kundförhållande uppkommer mellan ett värdepappersföretag och en investerare som Mifid:s regler kan bli tillämpliga. FhF anser inte att det uppstår ett kundförhållande när investerarna skickar in sin teckningsedel och värdepappersföretaget enbart administrerar dessa för emittentens

<sup>39</sup> Tillstånd enligt 2 kap. 1 § p. 6-7 LV samt 2 § p. 3 och 6.

<sup>40</sup> Regeringens proposition 2006/07:115 sidan 303 (del 1).



räkning. FI:s ställningstagande får också, enligt FhF, legala och praktiska konsekvenser för branschen vilket riskerar att begränsa möjligheten för allmänheten att delta i större emissioner och erbjudanden. FhF anser också att prospektregelverket ger motsvarande skydd för investerarna som Mifid ger till värdepappersföretagens kunder.

### *FI:s syn på primärmarknadstransaktioner*

FI är medveten om de problem som det tidigare kommunicerade ställningstagandet medför för branschen. Frågan är komplicerad och kan därför behöva utredas ytterligare för att säkerställa en tillämpning av reglerna som är väl förenlig med kraven på kundskydd i såväl EU som Sverige. FI vidhåller dock sitt ursprungliga ställningstagande men håller med FhF om att värdepappersföretagets skyldigheter i stor utsträckning beror på om det uppstår ett kundförhållande i samband med transaktionen. En avgörande faktor är om investeraren uppfattar att han inleder en kundrelation med värdepappersföretaget när han tecknar aktier genom betalning eller skickar in en anmälan om att förvärva finansiella instrument i en primärmarknadstransaktion. Det ligger på värdepappersföretaget att bedöma när ett kundförhållande<sup>41</sup> uppstår, exempelvis genom att beakta:

- förekomsten och arten av eventuella åtaganden som respektive part förväntas uppfylla i förhållande till varandra.
- i vilken mån värdepappersföretaget förväntas agera för en annan parts räkning i en transaktion eller på annat sätt företräda parten.
- i vilken mån kommunikationen mellan parterna ger intryck av att ske inom ramen för ett kundförhållande.
- i vilken mån värdepappersföretaget kategoriserat investeraren (icke-professionell/professionell).
- i vilken mån det framstår som att värdepappersföretaget tillhandahåller en finansiell tjänst till investeraren.

Utifrån ovanstående ståndpunkter vill FI förtydliga följande kring i vilka fall primärmarknadstransaktioner ses som en transaktion inom ramen för ett kundförhållande. De exempel som behandlas är inte uttömmande, en särskild bedömning kan därför behöva göras i varje enskilt fall.

#### *Värdepappersföretagets egna kunder*

I den mån värdepappersföretaget administrerar en emission eller ett erbjudande som helt eller delvis riktas till egna befintliga kunder så finns redan ett kundförhållande. Det medför att Mifids regler om kundskydd blir tillämpliga och gäller därför oaktat vad som sägs nedan.

#### *Värdepappersföretaget hjälper en emittent att administrera en företrädesemission.*

FI anser att värdepappersföretaget normalt inte har en kundrelation med de investerare som tecknar sig i emissionen med stöd av företrädesrätt. Om företaget erbjuder rådgivning i samband med transaktionen eller aktivt marknadsför emissionen kan det ändå uppstå ett kundförhållande.

<sup>41</sup> Med kund avses varje fysisk eller juridisk person till vilken ett värdepappersföretag tillhandahåller investeringstjänster och/eller sidotjänster. MiFID (2004/39/EG) Art. 4.10.

*Värdepappersföretaget hjälper en emittent att administrera en emission utan företrädesrätt*

FI har uppfattat att kundförhållanden i de flesta emissioner utan företrädesrätt föreligger genom att erbjudandet riktas till befintliga kunder.

I andra situationer anser FI att värdepappersföretaget i de flesta fall inte inleder en kundrelation med investerare som tecknar sig för emissionen, givet att ingen marknadsföring sker som skulle kunna föranleda en kundrelation enligt ovanstående punkter. Detta förutsätter bl a att emittenten på ett självständigt sätt marknadsför erbjudandet och att investeraren inte enbart är hänvisad till värdepappersföretaget för att ta del av exempelvis prospekt eller anmälningssedlar.

Motsvarande resonemang kan tillämpas vid erbjudanden om förvärv av befintliga aktier eller andra finansiella instrument.

*Värdepappersföretaget marknadsför och distribuerar strukturerade produkter<sup>42</sup> eller andra komplicerade finansiella instrument*

FI anser att om värdepappersföretaget har en aktiv roll i erbjudandet genom att marknadsföra det i eget namn eller som arrangör/distributör bör utgångspunkten vara att investerarna betraktas som kunder till företaget. Detta gäller oaktat om denne är arrangör för erbjudandet och/eller emittent för det finansiella instrument som erbjudandet omfattar.

*Skyldighet att upplysa om kundförhållande*

I de fall en investerare tecknar sig för en emission eller ett erbjudandet, utan att bli kund till företaget måste investeraren informeras särskilt om att inget kundförhållande föreligger. Sådan information är i sig ingen faktor som påverkar bedömningen om ett kundförhållande har uppstått eller inte.

---

<sup>42</sup> FI anser att de flesta strukturerade produkter är att betrakta som komplicerade finansiella instrument.

## Appendix - regelfördjupning

### *Utformning av riktlinjer*

Bestämmelser om riktlinjer finns på flera ställen i regelverket för värdepappersrörelse. I 8 kap. 9 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV) behandlas det grundläggande kravet på riktlinjer vilket kompletteras med specifika bestämmelser i LV och FI:s föreskrifter avseende innehåll och användning. Bland annat ställs krav på riktlinjer för intern kontroll och riskhantering (8 kap. 8 § LV, 6 kap. 11 § FFFS 2007:16), regelefterlevnad (6 kap. 8 § FFFS 2007:16), intressekonflikter (11 kap. 3 § FFFS 2007:16) samt för bästa utförande av order (8 kap. 29 § LV, 18 kap. 6-7 §§ samt 19 kap. 3-4 §§ FFFS 2007:16). Därutöver finns det områden där det saknas ett uttryckligt krav men där företaget måste vidta liknande åtgärder. Det handlar exempelvis om kundkategorisering där företaget ska upprätta ”interna regler och rutiner” för indelning av kunder (8 kap. 15 § LV).

### *Passandebedömning*

Enligt 8 kap. 24 § LV ska en icke-professionell kund lämna tillräckligt med information för att värdepappersföretagen ska kunna bedöma om produkten eller tjänsten passar kunden. Bedömningen ska ske utifrån kundens kunskaper och erfarenheter, mängden information som företaget behöver inhämta beror på komplexiteten i den aktuella produkten eller tjänsten. Om företaget inte anser att tjänsten eller produkten passar kunden ska denne informeras om detta. Kunden kan dock besluta att fullfölja affären även om värdepappersföretagen har avrått.

I de fall kunden inte lämnar tillräckliga uppgifter för passendebedömningen ska företaget informera denne om att det inte går att avgöra om tjänsten eller produkten passar kunden. Passandebedömning behöver inte göras om undantagsreglerna i 8 kap. 25 § LV om icke-komplicerade finansiella instrument är tillämpliga.

I 15 kap 8 §, FI:s föreskrifter (FFFS 2007:16) ges exempel på information som är lämplig att inhämta från kunden. Den inkluderar uppgifter om vilka tjänster och produkter som kunden är bekant med, när och i vilken omfattning kunden har genomfört transaktioner i instrumenten samt vilken utbildning och yrkeserfarenhet som kunden har.

### *Lämplighetsbedömning för gamla kunder*

I 8 kap. 23 § LV framgår att ett värdepappersinstitut skall hämta in information om kunden för att kunna bedöma om en förvaltningstjänst eller ett råd är lämplig i förhållande till kundens kunskap och erfarenhet samt motsvarar kundens önskemål om avkastning och riskbenägenhet. I 15 kap FFFS 2007:16 framgår vilken typ av information som bör inhämtas för att uppfylla kraven i 2 §, det vill säga att investeringen är lämplig för kunden.

Kraven har tidigare funnits i något förenklad form vad gäller rådgivning men är nya vad gäller kapitalförvaltningstjänster. Något uttryckligt undantag för befintliga kundrelationer finns inte. I EU:s genomförandedirektiv<sup>43</sup> ges en viss lättnad för värdepappersinstitut avseende passandebedömningar av befintliga kunder. Enligt bestämmelsen kan kunden antas ha nödvändig erfarenhet och kunskap för att bedöma riskerna med en produkt eller tjänst om denne har genomfört tidigare transaktioner. Någon motsvarande bestämmelse rörande lämplighetsbedömningar finns dock inte. CESR<sup>44</sup> anser att ett värdepappersföretag fortlöpande bör uppdatera sin kunddokumentation med hänsyn till förändrade omständigheter hos kunden eller i den affärsmässiga relationen med densamma. Företaget bör därför uppmana kunden att upplysa om relevanta förändringar som påverkar hans investeringsmål, riskprofil, ekonomiska situation etc.

### ***Incitament***

I 12 kap. FFFS 2007:16 finns bestämmelser om när och hur ett värdepappersföretag får ta emot ersättning i samband med tillhandahållande av investerings- eller sidotjänster. Där regleras också vilken information som kunden ska få när det handlar om indirekt ersättning, exempelvis försäljningsprovisioner till värdepappersföretaget från en tredje part<sup>45</sup> (fortsättningsvis omnämnd som ”incitament”). Informationen ska ges på ett heltäckande, korrekt och förståeligt sätt och innehålla uppgifter om avgiftens, kommissionens eller förmånens förekomst, art och belopp, eller om beloppet inte kan fastställas, om metoden för beräkning av beloppet. Informationen ska ges till kunden innan tjänsten eller produkten tillhandahålls. Värdepappersföretaget kan informera om de grundläggande villkoren som avgifter, kommissioner eller naturaförmåner i form av en sammanfattning. Företaget ska dock vara berett att på kundens begäran lämna ut närmare uppgifter om incitamentet.

<sup>43</sup> Skäl 59, Genomförandedirektiv 2006/73 EG

<sup>44</sup> CESR/08-266

<sup>45</sup> Denna typ av incitament får enbart förekomma om den är utformad för att höja kvaliteten på den berörda tjänsten till kunden och inte hindrar företaget från att uppfylla sin skyldighet att tillvarata kundens intressen enligt 12 kap. 1 § punkten 2b (FFFS 2007:16).