

INVESTERINGSRÅDGIVNING ENLIGT MIFID

av Dan Hanqvist

1. Inledning

Ett nytt EU-direktiv – Markets in Financial Instruments Directive, MiFID (2004/39/EG) – skall vara implementerat i svensk rätt i november 2007. Kommissionen har vidare utfärdad ett ”genomförandedirektiv” till MiFID (direktiv 2006/73/EG) liksom en ”genomförandeförordning” (förordning (EG) nr 1284/2006). Det kan erinras om att direktiv normalt (med vissa undantag) blir gällande i medlemsstaternas rättsordningar först efter implementering i enlighet med varje stats interna konstitutionella arrangemang, medan förordningarna gäller som lag omedelbart inom hela Unionen. Den svenska implementeringen sker främst genom lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden, (VML), som omfattar samma huvudsakliga område som lagen (1991:981) om värdepappersrörelse och börs- och clearinglagen (1992:543) tillsammans gör idag, men även genom Finansinspektionens olika föreskrifter.¹ De nya reglerna avses träda i kraft 1 november 2007.

MiFID-implementeringen innebär en om- och nyreglering av värdepappersmarknaden i Sverige. Förutom regler om kundkategorisering (med olika stränga skyddsregler för olika kundkategorier), en omfattande transaktionsrapportering och en mer differentierad uppsättning sanktionsmöjligheter i händerna på Finansinspektionen, införs också några nya tillståndspunkter: området för tillståndspliktig värdepappersrörelse kommer att utökas. En av de nya punkterna handlar om ”investeringsrådgivning”.

2. Investeringsrådgivning

2.1 Allmänt

Enligt artikel 4.1.4 i MiFID är investeringsrådgivning:

¹ Finansinspektionens föreskrifter består av flera författningar, dels de helt nya i FFFS 2007:16 och 2007:17, dels ändringar i FFFS 2002:11, 2004:2 och 2004:4. Av störst betydelse för investeringsrådgivningen är FFFS 2007:16 och 2004:4.

”tillhandahållande av personliga rekommendationer till en kund, på dennes begäran eller på värdepappersföretagets initiativ, i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument”.

Det har tidigare förekommit omfattande diskussioner om kravet på att det skall vara fråga om en eller flera transaktioner innebär att råd som avser bara en viss portföljfördelning (t.ex. hälften aktierelaterade och hälften ränterelaterade instrument) faller utanför definitionen.² Denna fråga har emellertid besvarats i genomförandedirektivet där det framgår att allmänna råd om typ av finansiellt instrument³ inte utgör investeringsrådgivning enligt MiFID utan att sådan är begränsad till rådgivning om särskilda finansiella instrument (recit 82). I artikel 52 i genomförandedirektivet finns ytterligare regler om investeringsrådgivning. Där anges att vid tillämpning av definitionen av investeringsrådgivning i artikel 4.1.4 i MiFID avses med en personlig rekommendation en rekommendation till en person i dennes egenskap av investerare eller presumtiv investerare, eller i dennes egenskap av ombud för en investerare eller presumtiv investerare. Vidare anges att rekommendationen skall presenteras som lämplig för personen i fråga eller vara baserad på en bedömning av den berörda personens omständigheter, och måste utgöra en rekommendation att vidta en av följande åtgärder: (a) att köpa, sälja, teckna sig för, byta, lösa in, behålla eller garantera ett speciellt finansiellt instrument; eller (b) att utnyttja eller inte utnyttja en rätt som ges genom ett visst finansiellt instrument att köpa, sälja, teckna sig för, byta eller lösa in ett finansiellt instrument. I artikel 52 anges vidare slutligen att en rekommendation inte är en *personlig* rekommendation, om den enbart sänds ut via distributionskanaler eller till allmänheten.

Om ett värdepappersinstitut⁴ innan det utför en investeringstjänst eller en investeringsverksamhet som en förberedande handling lämnar råd om finansiella instrument i allmänhet (”generic advice” i den engelska versionen), bör emellertid även dessa inledande allmänna diskussioner anses vara en del av investeringsrådgivningen (recit 82 i genomförandedirektivet). Därmed torde

² CESR:s Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, Aspects of the definition of Investment Advice and of the general Obligation to Act Fairly, Honestly and Professionally in the Best Interest of Clients, Best Execution, Market Transparency, Second consultation paper, mars 2005, s. 9–12.

³ Definitionen av ”finansiella instrument” i 1 kap. 4 § VML innebär kanske inte så mycket nytt i materiellt hänseende, men är betydligt mer omfattande och detaljerad än något vi tidigare har sett i svensk lagstiftning.

⁴ I VML betyder ”värdepappersinstitut” både svenska värdepappersbolag och filialer i Sverige till utländska motsvarigheter (1 kap. 5 §).

i praktiken den övervägande delen av den rådgivning om finansiella instrument i allmänhet som värdepappersinstitut lämnar komma att omfattas av reglerna om investeringsrådgivning i MiFID (prop. 2006/07:115 s. 314).

Att investeringsrådgivning genom MiFID blir en tillståndspliktig investeringstjänst *innebär en viss utvidgning av tillämpningsområdet i förhållande till gällande EG-rätt*. Den svenska sidoverksamheten ”lämna råd i finansiella frågor”, 3 kap. 4 § första stycket 1 lagen om värdepappersrörelse, omfattar närmast investeringsrådgivning i den mening som detta begrepp har i MiFID. Investeringsrådgivning enligt MiFID torde möjligen vara ett något snävare begrepp, eftersom det kräver anknytning till specifika finansiella instrument. I dag utförs merparten av sådan verksamhet i Sverige av värdepappersinstitut.

Investeringstjänsten investeringsrådgivning i MiFID införs således i svensk rätt som en ny tillståndspliktig investeringstjänst. Denna tjänst skall enligt regeringen i sig inte omfatta någonting utöver vad som följer av definitionen i MiFID och genomförandeåtgärderna: den som bara lämnar råd om finansiella instrument i allmänhet skall således inte behöva tillstånd enligt VML. Sådan rådgivning kan dock komma att omfattas av bestämmelserna i lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter. Ett värdepappersinstitut med tillstånd att utföra investeringsrådgivning bör dock utan särskilt tillstånd även få lämna råd om finansiella instrument i allmänhet, t.ex. om en lämplig tillgångsfördelning i en värdepappersportfölj. De uppföranderegler som rör investeringsrådgivning, t.ex. reglerna om informationsutbyte och rapportering i artikel 19, skall då tillämpas även när sådana råd lämnas före eller under det att investeringstjänsten investeringsrådgivning utförs eller någon annan investeringstjänst eller investeringsverksamhet utförs (reciterna 81 och 82 i genomförandedirektivet) (prop. 2006/07:115 s. 314 och 559).

Finansinspektionen har ställt sig frågande till gränsdragningen mellan investeringstjänsten investeringsrådgivning och sådan ekonomisk rådgivning som kreditinstitut får lämna enligt 7 kap. 1 § andra stycket 8 lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse; denna rådgivningsverksamhet är, om den bedrivs av någon annan än ett kreditinstitut, anmälningspliktig enligt lagen (1996:1006) om anmälningsplikt avseende viss finansiell verksamhet. Gränsdragningen mellan värdepappersrörelse och verksamhet som ett kreditinstitut får driva med stöd av sitt tillstånd enligt lagen om bank- och finansieringsrörelse (och som är anmälningspliktig enligt anmälningslagen) är en fråga som har berörts i andra sammanhang. I förarbetena till bank- och finansieringsrörelselagen uttalades exempelvis att en förutsättning för att ett kreditinstitut

skall få ägna sig åt den verksamhet som räknas upp i 7 kap. 1 § är att det är tillåtet enligt de särskilda regler som gäller för verksamheten i fråga, t.ex. lagen om värdepappersrörelse (jfr prop. 2002/03:139 s. 297 och 532). I enlighet härmed bör gälla att ett kreditinstitut kommer att behöva tillstånd enligt VML för att få tillhandahålla investeringstjänsten investeringsrådgivning som den är definierad i MiFID. Genomförandet av MiFID bör inte innebära någon ändring i fråga om innebörden av begreppet ekonomisk rådgivning i lagen om bank- och finansieringsrörelse (prop. 2006/07:115 s. 314 f.). Regeringen diskuterade i dock inte hur man bör se på anmälningsplikten.

2.2 Oberoende finansiella rådgivare

Burenstam & Partners AB framförde i remissomgången att det är angeläget att de nya reglerna inte utformas på ett sätt som försvårar eller omöjliggör för oberoende finansiella rådgivare att verka på den svenska marknaden. Som konstaterats ovan är investeringsrådgivning – med den innebörd som följer av definitionen i MiFID – en investeringstjänst enligt MiFID och inte en sidotjänst som enligt äldre rätt. Detta innebär enligt artikel 5 i MiFID att den som tillhandahåller investeringsrådgivning på yrkesmässig grund måste ha tillstånd, om inte något av undantagen från tillståndsplikt i artiklarna 2 eller 3 är tillämpligt. Enligt MiFID betraktas dock inte tillhandahållande av råd om finansiella instrument i allmänhet som investeringsrådgivning. Rådgivning till en kund om vilka andelar av hans eller hennes portfölj som bör utgöras av exempelvis aktier, obligationer och kontanta medel bör således inte betraktas som investeringsrådgivning enligt MiFID. Detsamma torde gälla råd till en kund om att han eller hon bör göra investeringar i en viss bransch eller ett visst land. Om rådet till kunden innebär att han eller hon bör investera i exempelvis en viss aktie eller viss obligation, är det dock fråga om investeringsrådgivning enligt MiFID. I så fall krävs tillstånd för att tillhandahålla investeringsrådgivning och därmed gäller de krav på exempelvis kapital och organisering av verksamheten som ställs på värdepappersföretag enligt MiFID. *Detta gäller också i fråga om oberoende finansiella rådgivare* (prop. 2006/07:115 s. 315). Frågan om möjliga undantag från kravet på tillståndsplikt behandlas nedan.

2.3 Riskkapitalbolagen

Utredningen tog upp de s.k. riskkapitalbolagens verksamhet (SOU 2006:50 s. 220). Dessa bolags verksamhet är ofta strukturerad så att själva investeringarna sker i en ”riskkapitalfond”. Fonden är dock inte någon investeringsfond enligt lagen (2004:46) om investeringsfonder utan ett aktie- eller komman-

ditbolag eller en utländsk juridisk person. De enskilda investerarna tillskjuter medel till "fonden" för investeringarna och ett från fonden fristående aktiebolag, "rådgivningsbolaget", lämnar fonden underlag för beslut om lämpliga investeringar. Det skulle enligt utredningen i så fall kunna hävdas att rådgivningsbolaget tillhandahåller investeringstjänsten investeringsrådgivning. Ett rådgivningsbolag som lämnar råd bara till en eller något fåtal juridiska personer inom ramen för en etablerad struktur bör enligt utredningen inte anses tillhandahålla en tillståndspliktig investeringstjänst enbart därför att strukturen inte är en koncern i traditionell mening. Rådgivningsbolagens rådgivningsverksamhet är i och för sig yrkesmässig i andra hänseenden – dvs. skatterättsligt m.m. – men bör enligt utredningens uppfattning inte anses yrkesmässig på det sätt som krävs enligt VML (prop. 2006/07:115 s. 316; jfr utredningens resonemang i avsnitt 7.5 i SOU 2006:50 om undantaget från tillståndspflicht för sådan egen handel som inte ingår i en verksamhet där det primära är att tillhandahålla en tjänst åt kunder). Om rådgivningsbolaget tillhandahåller sina tjänster till andra företag utanför den egna sfären borde dock tillstånd krävas enligt utredningen. Likaså var det utredningens uppfattning att verksamheten alltid borde anses tillståndspliktig om den riktar sig direkt till icke-professionella investerare. Genom att tillåta en viss flexibilitet för riskkapitalbolagens verksamhet var det enligt utredningen också möjligt att undvika de handelshinder som skulle kunna uppstå om verksamheten i andra länder inom EES anses tillståndspliktig. Svenska riskkapitalbolag borde enligt utredningen därför ha möjlighet att organisera sin verksamhet så att de kan få tillstånd enligt VML.

Regeringen menade att en av de omständigheter som gör frågan om hur riskkapitalbolag bör betraktas utifrån reglerna i MiFID komplicerad är att deras verksamhet inte är reglerad i dag, åtminstone inte reglerad särskilt. Avsaknaden av reglering medför att riskkapitalbolag och riskkapitalfonder i väsentliga avseenden kan skilja sig åt från fall till fall. Sådana bolag får naturligtvis inte ägna sig åt verksamhet som omfattas av tillståndspflicht, om de inte har tillstånd eller något undantag från ett krav på tillstånd är tillämpligt. Enligt vad som har framkommit finns det inte heller någon gemensam uppfattning bland medlemsstaterna beträffande hur riskkapitalbolag bör betraktas i förhållande till reglerna i MiFID. En förklaring till detta torde vara att omfattningen och kanske även utformningen av riskkapitalverksamhet varierar mellan medlemsstaterna. Den grundläggande förutsättningen för att en verksamhet skall omfattas av kravet på tillstånd enligt MiFID är att det i verksamheten tillhandahålls investeringstjänster eller utförs investeringsverksamhet och att detta sker i form av en regelbunden verksamhet eller rörelse

på yrkesmässig grund (recit 7 och artikel 5 i MiFID). En ytterligare förutsättning är att verksamheten inte är undantagen från tillämpningsområdet för MiFID. Bedömningen om en verksamhet kräver tillstånd enligt MiFID måste således utgå från den ifrågavarande verksamheten i sig och inte från hur den betecknas. Om en verksamhet betecknas riskkapitalverksamhet eller något annat bör därför inte ha någon självständig betydelse vid bedömningen. De allmänna kriterier som ställs upp i MiFID för att en verksamhet skall omfattas av kravet på tillstånd enligt direktivet bör således gälla också i fråga om riskkapitalverksamhet (prop. 2006/07:115 s. 316 f.).

Den fråga som utredningen har uppmärksammat är om de s.k. rådgivningsbolagen tillhandahåller investeringstjänsten investeringsrådgivning. Som nämnts ovan definieras investeringsrådgivning i MiFID som tillhandahållande av personliga rekommendationer till en kund, på dennes begäran eller på värdepappersföretagets initiativ, i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument. Således förutsätts en rådgivningssituation som avser finansiella instrument. De riskkapitalfonder som rådgivningsbolagen förvaltar förvärvar regelmässigt så stora andelar av portföljbolagen att de får ett påtagligt inflytande över verksamheten i dessa. Fondernas kapitalinsats kombineras således med en aktiv bolagsstyrning i fråga om portföljbolagen. Riskkapitalfonder som investerar i tidiga skeden av portföljbolagens utveckling (s.k. *venture capital*-fonder) förvärvar vanligtvis något mindre andelar (20–40 procent), medan fonder som investerar i mogna bolag (s.k. *buy out*-fonder) ofta förvärvar närmare 100 procent av portföljbolagen. Det är ofta ett önskemål att den ursprungliga entreprenören, respektive nyckelpersoner i det mogna bolaget, skall kvarstå eller inträda som ägare i en omfattning som bedöms ge dessa tillräckliga ekonomiska drivkrafter att verksamt bidra till bolagets fortsatta utveckling. De rådgivningsbolag som bara förvaltar riskkapitalfonder som utövar ett avgörande inflytande över portföljbolagens verksamhet bör i detta sammanhang inte anses tillhandahålla investeringsrådgivning till fonderna eller andelsägarna i fonderna. Om det i sådana fall sker någon rådgivning torde den snarare avse förvärv, drift och utveckling av företag än placeringar i finansiella instrument (prop. 2006/07:115 s. 317).

Rådgivning vid företagsförvärv är inte en tillståndspliktig investeringstjänst enligt MiFID. Däremot skulle det kunna vara fråga om en sidotjänst (punkten 3 i avsnitt B i bilaga I till MiFID). Krav på tillstånd enligt MiFID för att utföra en sidotjänst krävs dock bara för den som har tillstånd att tillhandahålla en investeringstjänst eller utföra investeringsverksamhet enligt direktivet. Undantag från tillämpningsområdet som grundar sig på verksamhetens karaktär, dvs. rådgivning vid företagsförvärv respektive rådgivning i

samband med transaktioner som avser finansiella instrument, kan leda till sådana gränsdragningsproblem som Finansinspektionen påtalat. Eventuell osäkerhet kan dock i följande fall minska eller elimineras genom kompletterande upplysningar. I de fall rådgivningsbolaget fullgör funktionen som operativ ledning för riskkapitalfonden och självt fattar beslut om fondens köp och försäljningar av portföljbolag, i enlighet med rådgivningsbolagets ”råd”, kan en rådgivningssituation inte anses uppkomma. Dessa ”råd” tillhandahålls i så fall inte någon kund till rådgivningsbolaget (dvs. varken riskkapitalfonden eller andelsägarna i fonden). Tillstånd för att tillhandahålla investeringsrådgivning enligt MiFID bör således inte krävas för att driva riskkapitalverksamhet där ”rådgivningen” tillhandahålls bara på detta sätt (prop. 2006/07:115 s. 317).

Om ett rådgivningsbolag tillhandahåller investeringstjänster uteslutande till sina moderföretag, sina dotterföretag eller till andra dotterföretag till samma moderföretag skall MiFID inte tillämpas (artikel 2.1 b). Ett rådgivningsbolag behöver således inte tillstånd för att tillhandahålla investeringstjänster till en riskkapitalfond som ingår i samma koncern som rådgivningsbolaget (se definitionen av moderföretag och dotterföretag i artikel 4.1 28 och 4.1 29 i MiFID samt 1 kap. 11 och 12 §§ aktiebolagslagen (2005:551) och jfr 1 kap. 4 § årsredovisningslagen (1995:1554)). Med hänsyn till att det i MiFID klart definieras vad som avses med moderföretag och dotterföretag – och därigenom vad som bör anses utgöra en koncern – bör det enligt regeringens uppfattning inte finnas utrymme för att som utredningen har föreslagit utvidga detta undantag till att även omfatta ”sfärer” som inte utgör koncerner. I de fall rådgivningsbolagen genom t.ex. avtal har rätt att ensamt utöva ett bestämmande inflytande över de riskkapitalfonder som de förvaltar föreligger ett koncernförhållande även om rådgivningsbolaget bara äger en mindre del av andelarna i fonderna (prop. 2006/07:115 s. 317 f.).

Enligt artikel 2.1 j i MiFID skall direktivet inte tillämpas på dem som tillhandahåller investeringsrådgivning inom ramen för annan professionell verksamhet som inte omfattas av MiFID, om det inte lämnas någon specifik ersättning för den rådgivningen. Detta undantag från kravet på tillståndsplikt bör naturligtvis, i likhet med övriga undantag i artikel 2.1 som kan komma i fråga, vara tillämplig även för tillhandahållande av investeringsrådgivning till riskkapitalfonder eller ägarna av andelar i sådana. Enligt utredningen bör rådgivningsbolagens verksamhet alltid anses som tillståndspliktig om den riktar sig direkt till icke-professionella investerare. Enlig regeringens uppfattning ger emellertid reglerna i MiFID om tillståndsplikt för investeringsrådgivning inte något utrymme för att beakta om tjänsterna tillhand-

hålls till icke-professionella kunder eller bara till professionella kunder. Om ett rådgivningsbolag tillhandahåller investeringsrådgivning i MiFID:s mening bör tillstånd krävas, om något av undantagen i artikel 2.1 i MiFID inte är tillämpligt, oavsett om rådgivningen sker till icke-professionella kunder eller till professionella kunder. En ytterligare förutsättning som måste vara uppfylld för att tillstånd skall krävas i ett sådant fall är naturligtvis att andelarna i riskkapitalfonden betraktas som finansiella instrument (prop. 2006/07:115 s. 318).

Med hänsyn till hur riskkapitalbolagen driver sin verksamhet i dagsläget torde det dock enligt regeringen normalt sett inte förekomma att det till icke-professionella kunder tillhandahålls sådan rådgivning som kan betraktas som investeringsrådgivning enligt MiFID. Om ett rådgivningsbolag tillhandahåller investeringstjänster och detta sker på sådant sätt att inte något av undantagen från tillämpningsområdet för MiFID är tillämpligt kommer bolaget således att behöva tillstånd för att få driva verksamheten. Svenska riskkapitalbolag har – som utredningen har konstaterat – naturligtvis möjlighet att organisera sin verksamhet på sätt att de kan få tillstånd att driva värdepappersrörelse enligt VML (prop. 2006/07:115 s. 318).

3. Rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsuppköp m.m.

Liksom för investeringstjänster och investeringsverksamheter gäller det s.k. Europapasset även sidotjänster. Ett tillstånd i hemlandet ger således värdepappersföretaget rätt att utföra de sidotjänster företaget har tillstånd till i andra medlemsstater utan krav på ytterligare tillstånd. Ett värdepappersföretag har dock inte rätt att med stöd av MiFID tillhandahålla enbart sidotjänster i en annan medlemsstat (artikel 31.1). För att kunna återropa Europapasset krävs det att företaget också tillhandahåller någon investeringstjänst eller investeringsverksamhet i annan medlemsstat. Vissa regler och undantag i MiFID och i genomförandeåtgärderna om intressekonflikter, kundskydd m.m. tar sikte även på sidotjänsterna så som de är definierade i MiFID. På motsvarande sätt som investeringstjänsterna har sidoverksamheterna i lagen om värdepappersrörelse därför måst ses över så att de överensstämmer med sidotjänsterna enligt MiFID. Medan de tillståndspliktiga investeringstjänsterna och investeringsverksamheterna som huvudregel inte får utföras av annan än den som har tillstånd från Finansinspektionen att driva värdepappersrörelse – dvs. värdepappersinstitut – förhåller det sig annorlunda med sidoverksamheterna enligt 3 kap. 4 § lagen om värdepappersrörelse. Sådana verksamheter får i vissa fall utföras utan något särskilt tillstånd, t.ex. rådgiv-

ning, eller med stöd av andra tillstånd, t.ex. kreditgivning. En bank eller ett annat kreditinstitut får ägna sig åt dessa verksamheter enligt sitt verksamhetstillstånd enligt lagen om bank- och finansieringsrörelse, medan ett värdepappersbolag måste ha särskilt tillstånd enligt lagen om värdepappersrörelse. Gemensamt för sidoverksamheterna är att de huvudsakligen utförs för att underlätta värdepappersrörelsen. När det finns särskilda skäl får Finansinspektionen medge att ett värdepappersbolag utövar annan verksamhet, om verksamheten kan antas komma att underlätta rörelsen (prop. 2006/07:115 s. 321). Enligt artikel 6.1 i MiFID får ett tillstånd att utföra investerings-tjänster eller investeringsverksamheter också omfatta en eller flera av de sidotjänster som avses i avsnitt B i bilaga I till direktivet. Tillstånd får dock som nämnts inte beviljas bara för tillhandahållande av sidotjänster.

Tjänsten ”rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsuppköp m.m.” är enligt punkten 3 i avsnitt B i bilaga I till MiFID en sidoverksamhet och innefattar rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsstrategi och liknande frågor samt rådgivning och tjänster vid fusioner och företagsuppköp. Tjänsten motsvarar den del av sidoverksamheten rådgivning i finansiella frågor i 3 kap. 4 § första stycket 1 lagen om värdepappersrörelse som avser råd i *corporate finance*-frågor. Den sidoverksamheten innefattar dock också investeringsrådgivning. Enligt MiFID är investeringsrådgivning en investeringstjänst och föreslås därför bli införd som en tillståndspliktig investeringstjänst i VML. I förhållande till den gällande bestämmelsen borde därför, menade regeringen, en justering göras så att sidotjänsten rådgivning i den nya lagen bara skall avse sådan ”rådgivning till företag om kapitalstruktur ...” som omfattas av motsvarande sidotjänst i MiFID (prop. 2006/07:115 s. 323 f.). Värdepappersbolagen med fulla tillstånd förväntas inte behöva ändra sin verksamhet men kan behöva komplettera med ytterligare sidoverksamhetstillstånd för rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsstrategi och liknande frågor samt rådgivning och tjänster vid fusioner och företagsuppköp (prop. 2006/07:115 s. 327).

Traditionell *corporate finance*-verksamhet kan dock träffas av andra bestämmelser i VML som gör verksamhet att ”ta emot och vidarebefordra order” till en tillståndspliktig tjänst. Investeringstjänsten ”mottagande och vidarebefordran av order” skiljer sig från en annan tillståndspliktig tjänst, ”utföra order på kunders uppdrag”, huvudsakligen på det sättet att det avslutande momentet – själva köpet eller försäljningen – genomförs av någon annan än den som tagit emot och vidarebefordrat ordern. Ett värdepappersinstitut som medverkar vid avslutet, t.ex. på börsen eller mot det egna lagret utför order på kunders uppdrag, medan ett institut som inte medverkar vid

avslutet tar emot och vidarebefordrar order. Det bör framhållas att definitionen i 2 kap. 2 § VML inte skall läsas som att mottagande skulle vara en tjänst och vidarebefordran en annan. Det är egentligen ”vidarebefordran” som är kärnan i tjänsten. Den som har tillstånd att utföra kunders order behöver således inte särskilt tillstånd för att ”ta emot” order. Att ta emot order ingår som en del i investeringstjänsten utföra order. Investeringstjänsten täcker också sammanförande av två eller flera investerare för att få tillstånd en transaktion mellan dessa (recit 20 i MiFID), t.ex. genom att sammanföra köpare och säljare. (Recit 20 lyder: ”Vid tillämpningen av detta direktiv bör med mottagande och vidarebefordran av order även avses sammanförande av två eller flera investerare för att få tillstånd en transaktion mellan dessa”.)

Tjänsten har stora likheter med ”förmedling av kontakt mellan köpare och säljare av finansiella instrument ...” i 1 kap. 3 § första stycket 2 lagen om värdepappersrörelse. Den verksamheten innebär att värdepappersinstitutet sammanför köpare och säljare utan att gå in som part eller kommissionär i affären. Hit hör – menar man i propositionen – en del av den verksamhet som bedrivs inom en *corporate finance*-avdelning, men också traditionell mäklarverksamhet (prop. 2006/07:115 s. 306). Det kan ifrågasättas om propositionen är inte övertolkar lagtexten på ett sätt som avviker från Finansinspektionens praxis. Verksamheten *interbank broking* på penningmarknaden – dvs. en bank anmäler sälj- eller köpintresse till en broker som sedan letar upp en motpart, varefter avslutet görs direkt mellan den ursprungliga banken och motparten – är enligt propositionen ytterligare ett exempel (prop. 2006/07:115 s. 306). *Corporate finance*-avdelningarna kan idag träffas av reglerna om tillståndspliktig emissionsmedverkan, nämligen i den form av medverkan som består i administration av publika emissioner och offentliga erbjudanden som vanligen utförs av värdepappersinstitutens *corporate finance*-avdelningar (prop. 1990/91:142 s. 112 f. och 154). Även institutets biträde när emittenten upprättar olika prospekt omfattas. Garantigivning vid emission kan innebära att institutet gentemot utgivaren (emittenten) utlovar att emissionen kommer att tecknas fullt ut eller att institutet själv tecknar hela emissionen för vidare spridning. Övrig medverkan är t.ex. att vara emittenten behjälplig med utformande av villkor och prospekt eller att ta hand om den praktiska hanteringen av anmälningssedlar, de finansiella instrumenten och betalningen (prop. 2006/07:115 s. 110).

4. Förhållandet till rådgivningslagen

Det förekommer emellertid också att företag, som inte har tillstånd enligt vare sig lagen om värdepappersrörelse eller lagen om bank- och finansieringsrörelse, eller på annat sätt står under Finansinspektionens tillsyn, yrkesmässigt ägnar sig åt rådgivning avseende finansiella instrument (prop. 2006/07:115 s. 314). Enligt 8 § lagen om finansiell rådgivning till konsumenter står rådgivare som lämnar råd till konsumenter, om de inte står under Finansinspektionens tillsyn, under Konsumentverkets tillsyn. Förarbetena till lagen om finansiell rådgivning till konsumenter anger dock att lagen till allra största delen träffar verksamheter som står under Finansinspektionens tillsyn (prop. 2002/03:133 s. 39).

Rådgivningslagen är tillämplig på s.k. placeringsrådgivning, dvs. rådgivning som avser placering av konsumenternas tillgångar i olika finansiella instrument; lagen är även tillämplig på rådgivning om placering av konsumentens medel i vissa livförsäkringar (1 §). Beträffande diskretionär förvaltning – dvs. där kunden genom avtal överläter på det finansiella företaget att utifrån de riktlinjer som överenskommit mellan parterna fortlöpande placera konsumentens medel i olika finansiella instrument – föregås normalt inte varje enskild placering av rådgivning, eftersom kunden först i efterhand underrättas om de placeringar som har gjorts. Enligt förarbetena kan det dock förekomma rådgivning i lagens mening i samband med att avtalet om diskretionär förvaltning ingås (prop. 2002/03:133 s. 17). I rådgivningslagen finns bestämmelser av både näringsrättslig och civilrättslig karaktär; bestämmelserna är tvingande till konsumentens förmån (3 §). De näringsrättsliga reglerna innebär bl.a. att näringsidkaren skall se till att den som utför rådgivningen har tillräcklig kompetens; näringsidkaren skall vidare dokumentera vad som förekommit vid rådgivningstillfället och lämna ut denna dokumentation till kunden (4 §). Bestämmelserna innebär vidare att näringsidkaren skall iaktta god rådgivningssed i sin rådgivningsverksamhet och med tillbörlig omsorg ta till vara konsumentens intressen. Näringsidkaren skall också anpassa rådgivningen till den enskilde konsumentens önskemål och behov samt inte rekommendera andra lösningar än sådana som kan anses lämpliga för konsumenten (5 § 1 st.). Faktorer som konsumentens förkunskaper, ekonomiska och andra förhållanden, syfte med placeringen samt riskbenägenhet skall ligga till grund för rådgivarens rekommendationer (prop. 2002/03:133 s. 25 f.). Rådgivaren är slutligen skyldig att avråda konsumenten från att vidta åtgärder som inte kan anses lämpliga med hänsyn till konsumentens behov, ekonomiska förhållanden eller andra omständigheter (5 § 2 st.). Rådgivningslagen innehåller även en skadeståndsbestämmelse som ger konsu-

menten rätt till ersättning när en näringsidkare genom finansiell rådgivning uppsåtligt eller av oaktsamhet orsakat konsumenten ren förmögensskada. Konsumenten måste framföra en reklamation till det finansiella företaget inom skälig tid från det att konsumenten upptäckt eller hade bort upptäcka att skada har uppkommit. För att rätten till skadestånd inte skall gå förlorad måste konsumenten också väcka talan mot företaget inom tio år från rådgivningstillfället (7 §).

Utredningen övervägde om regleringen beträffande investeringsrådgivning som tillhandahålls av värdepappersinstitut borde stå kvar i rådgivningslagen, dock i viss mån anpassade till reglerna i MiFID eller om institutet borde ha undantagits från de näringsrättsliga bestämmelserna i rådgivningslagen. Enligt utredningen vore det en fördel om reglerna i MiFID om investeringsrådgivning infördes i samma lag som övriga regler i direktivet när det genomförs. Det vore enligt utredningen mindre lämpligt att det finns bestämmelser om värdepappersinstituts rådgivning såväl i den nya lagen som i rådgivningslagen. Utredningen föreslog att de näringsrättsliga bestämmelserna i rådgivningslagen (4 och 5 §§) inte skulle gälla för rådgivning som är tillståndspliktig enligt den nya lagen. I stället borde, menade utredningen, bestämmelser införas i sistnämnda lag om vad som skall gälla för bl.a. investeringsrådgivning som tillhandahålls av värdepappersinstitut (8 kap.). Då bestämmelserna i MiFID och genomförandedirektivet som rör investeringsrådgivning ligger väl i linje med de berörda bestämmelserna i rådgivningslagen, torde förändringen enligt utredningen inte innebära någon försämring av konsumentskyddet vid investeringsrådgivning till konsumenter. Utredningen övervägde vidare om rådgivningslagen över huvud taget inte borde gälla för värdepappersinstitut. De bestämmelser som det är fråga om är skadestånds- och preskriptionsreglerna, vilka båda ligger utanför tillämpningsområdet för MiFID. Enligt utredningen talade emellertid inte minst konkurrensskäl för att samma regler bör gälla oavsett vem som utför rådgivning. Bestämmelserna i rådgivningslagen om skadestånd och preskription borde således enligt utredningen därför gälla också beträffande den finansiella rådgivning som värdepappersinstituten tillhandahåller sina kunder (SOU 2006:50 s. 364 ff.).

Regeringen delade utredningens uppfattning att bestämmelserna om skadestånd och preskription i rådgivningslagen bör gälla också beträffande värdepappersinstitut och att de näringsrättsliga bestämmelserna borde hållas samlade i VML. Reglerna i MiFID om skyldigheten för värdepappersinstitut att vid tillhandahållande av investeringsrådgivning och portföljförvaltning inhämta nödvändiga upplysningar om bl.a. kundens kunskaper och finan-

siella ställning borde således enligt regeringen genomföras i VML. Bestämmelsen i lagen borde enligt regeringen utformas i nära överensstämmelse med reglerna i MiFID. Reglerna i genomförandedirektivet borde, menade regeringen vidare, införlivas med svensk rätt genom myndighetsföreskrifter. Genomförandet av MiFID innebär inte någon ändring i sak i fråga om företag som inte omfattas av bestämmelserna om rådgivning i VML. För sådana företag gäller bestämmelserna i rådgivningslagen även efter det att VML har trätt i kraft. Investeringsrådgivning är emellertid en tillståndspliktig investeringstjänst enligt VML. Utrymmet för att tillhandahålla finansiell rådgivning utan att ha tillstånd enligt den lagen torde därför bli tämligen begränsat. Som nämnts ovan faller dock rådgivning som avser bara allmänt hållna råd om placeringar, som inte inbegriper placeringar i särskilda finansiella instrument, utanför det tillståndspliktiga området. Därtill kommer de undantag från kravet på tillstånd som anges i VML (prop. 2006/07:115 s. 441).

Investeringsrådgivning som det definieras i MiFID (ovan) är i vissa avseenden ett vidare begrepp än finansiell rådgivning i rådgivningslagens mening, i första hand genom att även finansiell rådgivning till vissa ickekonsumenter kan vara investeringsrådgivning enligt MiFID. I andra hänseenden omfattar dock finansiell rådgivning enligt rådgivningslagen verksamheter som inte utgör investeringsrådgivning enligt MiFID. Investeringsrådgivning enligt MiFID omfattar inte s.k. generella råd om en viss fördelning mellan olika slags tillgångar. Sådan rådgivning betraktas dock som rådgivning enligt rådgivningslagen (prop. 2006/07:115 s. 440). Rådgivningslagen och VML kommer således att delvis reglera samma område men även reglera områden som den andra lagen inte behandlar, likt två endast delvis överlappande cirklar. Vissa framträdande skillnader kan sammanfattas enligt följande:⁵

- Bestämmelserna i MiFID omfattar krav på tillstånd (auktorisation) vid tillhandahållande av finansiell rådgivning, vilket rådgivningslagen inte gör.
- Bestämmelserna i MiFID omfattar alla kundkategorier, till skillnad från rådgivningslagen som endast reglerar konsumentförhållanden.
- MiFID definierar till skillnad från rådgivningslagen den rådgivning som omfattas av regleringen.

⁵ M. Swahn & B. Wendleby, *Lagen om finansiell rådgivning till konsumenter. En kommentar* (2005) s. 25.

5. Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan sägas att följande gränsdragningar behöver hanteras:

- (I) (a) ”investeringsrådgivning” v. (b) ”rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsstrategi och liknande frågor samt rådgivning och tjänster vid fusioner och företagsuppköp”;
- (II) (b) ”rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsstrategi och liknande frågor samt rådgivning och tjänster vid fusioner och företagsuppköp” v. (c) ”ta emot och vidarebefordra order”; och
- (III) (b) ”rådgivning till företag om kapitalstruktur, företagsstrategi och liknande frågor samt rådgivning och tjänster vid fusioner och företagsuppköp” v. (d) ”ekonomisk rådgivning”.

Som en fjärde punkt (IV) kan nämnas förhållandet mellan MiFID-regleringen och lagen om finansiell rådgivning till konsumenter.

(I): (a) är en ny tillståndspunkt medan (b) är en tillståndspunkt för sidoverksamhet. Det innebär att (b) inte i sig utgör värdepappersrörelse. Skillnaden mellan (a) och (b) kan vara att det i (a) handlar om en ”personlig rekommendation till en kund i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument”, där ”rekommendation” är den viktiga punkten. I (b) handlar det visserligen om rådgivning ”i fråga om en eller flera transaktioner som avser finansiella instrument” (i alla fall vad gäller företagsuppköp) men kanske inte om en rekommendation utan mer om rådgivning om hur investeringen skall bedömas och vad som är rätt pris etc.

(II): (b) utgör alltså inte i sig tillståndspliktig verksamhet, medan (c) gör det. Propositionen verkar mena att en del av *corporate finance*-verksamheten redan idag faller under tillståndsplikten i den mån det handlar om ett ”sammanförande av två eller flera investerare för att få till stånd en transaktion mellan dessa”. Av allt att döma är detta en övertolkning av gällande lagstiftning i strid med Finansinspektionens praxis. Däremot kan man ju inte utsluta att denna praxis i anledning av MiFID-implementeringen kan komma att förändras så att vi även här får ett vidare område för tillståndsplikten. Det är naturligtvis inte känt hur Finansinspektionen här skulle dra gränsen. Ett sätt att ändå dra en gräns är att säga att om rådgivaren verkar s.a.s. på ena sidans uppdrag och som en del av denna sidas arbetsteam handlar det inte om ett ”sammanförande” utan om ett ”företrädande” eller ett ”biträdande”.

Om rådgivaren däremot s.a.s. självständigt står värd för t.ex. förhandlingsmöten eller initierar förhandlingar eller andra åtgärder för att få affären till stånd kanske bedömningen skulle bli en annan.

(III): (b) är alltså inte i sig tillståndspliktig verksamhet, medan (d) visserligen inte heller är tillståndspliktig men väl anmälningspliktig (enligt anmälningslagen); och den anmälningspliktige omfattas av penningtvättsreglerna och viss *ex post*-kontroll av ägarna. Den här gränsdragningen uppmärksammade Finansinspektionen särskilt i remissomgången. Man kan inte säga att propositionen besvarar Finansinspektionens frågeställning. Det finns enligt uppgift från Finansinspektionen bara en aktör som har anmält sig som ekonomisk rådgivare, Burenstam & Partners AB. Burenstam & Partners AB förefaller (av vad som kan läsas ut av deras hemsida) inte bedriva verksamhet enligt (b) utan mer ett slags allmän investeringsrådgivning och rådgivning för att öka klienternas finansiella kunskap. Vad gäller den här gränsdragningen är det mycket svårt att hitta på några bra argument.

(IV): Trots att den nya lagstiftningen delvis kommer att reglera det område som tidigare föll under lagen om finansiell rådgivning till konsumenter kommer de båda lagarna endast delvis att ha överlappande tillämpningsområdet och därför alltså ha självständig betydelse.

