

# NÅGOT OM VÄRDEPAPPERSINSTITUTENS UPPLYSNINGSPLIKT I FÖRHÅLLANDE TILL SINA KUNDER; SÄRSKILT OM ”OKOMPLICERADE INSTRUMENT”

av Dan Hanqvist<sup>1</sup>

## 1. Inledning: informationen till investerarna

I samband med att de finansiella marknaderna och de finansiella aktörerna under 1990-talet och framåt fått allt större frihetsgrader i sina beslut (prop. 2002/03:133 s. 7) har kundskyddet behövt ta sig andra former än den pateralistiska kommandoekonomins ordergivning. Det är konsumenten – inte staten – som bär ansvar för de investeringsbeslut konsumenten fattar. Där- emot har staten tagit på sig ett ansvar för att i viss utsträckning göra det möj- ligt för konsumenten att bära detta ansvar; en viktig del i statens insatser här- vidlag är reglerna om att de finansiella mellanhänderna på olika sätt skall till- handahålla för konsumenterna relevant information (Finansinspektionens rapport 2007:9 s. 7). Kundskyddet har i stor utsträckning utformats som en skyldighet för de professionella finansiella aktörerna att lämna tillräckligt fyl- lig och adekvat information på ett tillgängligt sätt. Tanken är att konsumen- terna av finansiella tjänster och produkter skall få ett tillräckligt gott under- lag för att fatta välgrundade investeringsbeslut. ”Genom den snabba utveck- lingen på finansmarknaderna har finansiell rådgivning fått en allt större betydelse för konsumenterna. Bankboken var tidigare den helt dominerande sparformen, men idag erbjuds kunderna en rik och växande flora av place- ringsalternativ, liksom av försäkringslösningar och kreditupplägg, och från en växande skara producenter. De finansiella produkter som erbjuds idag kan vara komplexa och svårbedömda. Konsumenten behöver kunskap och information för att kunna känna sig trygg i de beslut hon tar.” (Finansin- spektionens rapport 2007:5 s. 2; se även prop. 2002/03:133 s. 7 f.; Finans- inspektionens rapport 2005:13 s. 2; och, särskilt avseende fondsparande, Finansinspektionens rapport 2001:7 s. 32).

---

<sup>1</sup> Jur. kand., fil. kand., LL.M. (Edin.), verksam vid Advokatfirman Vinge KB, Stockholm. Susanne Håkansson, f.d. direktör vid Svenska fondhandlarföreningen och numera chefsjurist vid NordNet, har vänligen läst och kommenterat ett utkast till artikeln. Uppfattningarna som framförs i artikeln, liksom (övriga) brister, är mina egna och skall inte nödvändigtvis tillskrivas min arbetsgivare eller läggas Susanne till last.

Det statliga ingripandet i det här avseendet har motiverats av att konsumenten ofta har ett betydande informationsunderläge gentemot de företag som tillhandahåller finansiella tjänster och produkter<sup>2</sup> – en informationsasymmetri som förvärras av att de finansiella tjänsterna och produkterna ofta är komplexa (jfr prop. 2004/05:158 s. 58 f.; prop. 2006/07:115 s. 268; och SOU 2003:22 s. 26). Den konsumentskyddande lagstiftningen syftar till att skapa en ”god balans mellan näringsidkare och konsumenter på marknaden” (prop. 2002/03:133 s. 7). Skyddet av konsumenterna i detta avseende har dock motiverats också av samhällsekonomiska hänsyn. Om konsumenterna inte känner sig trygga med sina investeringar minskar investeringsviljan och sparkvoten, vilket leder till färre investeringar och lägre ekonomisk tillväxt.<sup>3</sup> Konsumenternas behov av stöd är inte statiskt: ökad kunskap hos konsumenterna på ett visst område kan leda till att behovet av konsumentskyddande regler minskar, medan nya typer av produkter och nya beteendemönster hos konsumenterna kan skapa nya skyddsbehov (prop. 2002/03:133 s. 7).<sup>4</sup> För det fall konsumenten tar varierande grader av risk medvetet och med full insikt om de möjliga konsekvenserna, framträder inget omedelbart skyddsbehov. Om konsumenten däremot skulle sakna grundläggande kunskaper om de finansiella instrument i vilka han eller hon väljer att placera sina pengar och den varierande grad av risk som är förknippad därmed, framträder ett skyddsbehov. Mot bakgrund av den stora betydelse som konsumenternas beslut i dessa avseenden har för den egna ekonomin, har det framstått som angeläget för staten att på olika sätt tillgodose konsumenternas behov av kunskap och information i deras egenskap av aktörer på de finansiella marknaderna (prop. 2002/03:133 s. 11).

---

<sup>2</sup> Den ekonomiska teoribildningen kring asymmetrisk information diskuteras i J. von Hagen & J. H. von Stein (red.), *Obst/Hintern Geld-, Bank- und Börsenwesen* (2000) s. 165 ff.

<sup>3</sup> Se J. R. Boatright, *Ethics in Finance* (2008) s. 31. Jfr prop. 2006/07:115 s. 268, I.-L. Johansson, S. Jönsson & R. Solli (red.), *Värdet av förtroende* (2006) och Ch. Garsten & M. Lindh de Montoya (red.), *Market Matters* (2004).

<sup>4</sup> Finansinspektionen har också – i mitt tycke helt riktigt – påpekat att staten också borde ta ansvar för att medborgarna har möjligheter att förvärva den kunskap som krävs för att fatta de investeringsbeslut som normalt krävs av en vuxen människa (se Finansinspektionens rapport 2007:9 s. 9 f.); jfr även inspektionens remissvar 2008-08-27, FI dnr 08-8061-00 till betänkandet Framtidsvägen – en reformerad gymnasieskola (SOU 2008:27). Jfr Financial Services Authority, ”Business Plan 2008/09” s. 23, 28 f., 40 och bilaga 4 och myndighetens *Financial Capability Strategy Newsletters*, Konsumentverkets utspel om behovet av kunskaper i privatekonomi för främst ungdomar (*Privata Affärer* 5/2008 s. 15) och SOU 2008:12 s. 160 ff., liksom (om behovet av att motarbeta ”finansiell analfabetism” för att motverka att vissa grupper ställs utanför de finansiella marknaderna) S. Carbó, E. P. M. Gardener & Ph. Molyneux, *Financial Exclusion* (2005) s. 55 ff. och Financial Services Authority, ”In or out? Financial exclusion: a literature and research review” (Consumer Research 3) (2000).

I 1 kap. 11 § lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument ("LHF") formuleras informationsplikten avseende prospekt: "Ett prospekt skall innehålla all information rörande emittenten och de överlåtbara värdepapperen som är nödvändig för att en investerare skall kunna göra en välgrundad bedömning av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de överlåtbara värdepapperen. Informationen skall vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera." Detta kan anses vara de finansiella marknadernas portalparagraf: alla övriga bestämmelser i olika lagar och andra författningar (inhemska såväl som de som emanerar från EU) kan sägas ha samma syfte: att sätta investeraren i stånd att göra en välgrundad bedömning av sin investering och att hon skall få informationen på ett sätt som är lätt att förstå och analysera. I sak samma bestämmelser finns t.ex. 4 kap. 15 ff. §§ i lagen (2004:46) om investeringsfonder ("LIF") – den informationsbroschyr som fondbolagen är skyldiga att ta fram motsvarar funktionellt prospekt enligt LHF (prop. 2002/03:150 s. 178) – och, som komplement till prospektbestämmelserna i LHF, även i 11 kap. 6 ff. §§, 13 kap. 9 ff. §§, 15 kap. 6 ff. §§, 16 kap. och 17 kap. lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden ("VML") vad avser emittenter av instrument som är föremål för organiserad handel i enlighet med den lagen.

VML innehåller emellertid inte endast regler om emittenters informationskrav utan också – i likhet med LIF – regler om *mellanhändernas* informationsskyldighet i förhållande till sina kunder. I VML regleras bl.a. den tillståndspliktiga värdepappersrörelsen. För att driva värdepappersrörelse krävs således tillstånd av Finansinspektionen (om inte något annat framgår av VML). Tillstånd får ges för följande verksamheter eller tjänster: (1) mottagande och vidarebefordran av order i fråga om ett eller flera finansiella instrument; (2) utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag; (3) handel med finansiella instrument för egen räkning; (4) diskretionär portföljförvaltning avseende finansiella instrument; (5) investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument; (6) garantigivning avseende finansiella instrument och placering av finansiella instrument med ett fast åtagande; (7) placering av finansiella instrument utan fast åtagande; och (8) drift av handelsplattformar (2 kap. 1 § VML).

VML innehåller – som kommer att framgå av det följande – en rad i förhållande till tidigare rätt relativt långtgående regler om skydd för investerare och en rad andra rörelse regler. Liksom tidigare gäller också vissa mer övergripande principer. Sålunda skall ett värdepappersinstitut tillvarata sina kunders intressen när det tillhandahåller investeringstjänster eller sidotjänster till

dessa samt handla hederligt, rättvist och professionellt. Ett värdepappersinstitut skall även i övrigt handla på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls (8 kap. 1 § VML). Enligt 1 kap. 5 § 27 VML betyder ”värdepappersinstitut” värdepappersbolag, svenska kreditinstitut som har fått tillstånd enligt VML att driva värdepappersrörelse och utländska företag som driver värdepappersrörelse från filial i Sverige. ”Värdepappersbolag”, i sin tur, betyder enligt 1 kap. 5 § 26 VML ett svenskt aktiebolag som har fått tillstånd enligt VML att driva värdepappersrörelse och som inte är ett bankaktiebolag eller ett kreditmarknadsbolag enligt lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse (”BFRL”), och ”kreditinstitut” betyder enligt 1 kap. 5 § 17 VML bank, kreditmarknadsföretag och utländskt bank- eller kreditföretag som driver bank- eller finansieringsrörelse från filial i Sverige. Alla bestämmelser i VML som gäller för värdepappersinstitut gäller dock inte för värdepappersinstitut hemmahörande inom EES som bedriver verksamhet i Sverige från filial enligt 4 kap. 1 § första stycket 1 VML. De paragrafer i 8 kap. VML som står i centrum för diskussionen i denna artikel gäller dock också för EES-instituten (8 kap. 2 § VML).

## 2. Kundkategoriseringen

Inom regleringen av de finansiella marknaderna har det blivit vanligare också i Sverige att differentiera konsumentskyddet i förhållande till kundernas erfarenhet av marknaderna.<sup>5</sup> I 2 kap. 4 § LHF undantas t.ex. erbjudanden till ”kvalificerade investerare” från prospektkravet (termen definieras i 1 kap. 1 § samma lag) (någon motsvarighet finns dock ännu inte i LIF), och lagen (2003:862) om finansiell rådgivning till konsumenter gäller endast just i förhållande till konsumenter. Numera gäller emellertid en liknande ordning på värdepappersområdet mer allmänt. Det skydd kunderna kommer i åtnjutande av beror nämligen till stor del på vilken kundkategori de tillhör. Ett värdepappersinstitut skall därför dela in sina kunder i kategorierna *professionell kund* och *icke-professionell kund*. VML:s regler om kundkategorisering gäller inte för värdepappersinstitut hemmahörande inom EES som bedriver verksamhet i Sverige från filial enligt 4 kap. 1 § första stycket 1 VML (8 kap. 2 § VML); dessa omfattas istället av reglerna om kundkategorisering i hemlandets lagstiftning (jfr art. 4.1 11) och 12) och art. 24 Direktiv 2004/39/

---

<sup>5</sup> Jfr D. Hanqvist, ”Keeping it Swede”, *Legal Week* 2005-09-29.

EG).<sup>6</sup> Ett värdepappersinstitut får behandla vissa professionella kunder som *jämbördiga motparter*. Ett värdepappersinstitut skall upprätta interna regler och rutiner för indelning av sina kunder (8 kap. 15 § VML). I 8 kap. 16 § VML finns särskilda krav för när ett värdepappersinstitut skall betrakta en kund som en professionell kund. Inom vissa gränser kan kunderna själva påverka huruvida de skall kategoriseras som professionella kunder (8 kap. 17 § VML). Det finns också särskilda regler för när ett värdepappersinstitut får behandla professionella kunder som jämbördiga motparter; även här har kunderna viss möjlighet att påverka kategoriseringen (8 kap. 19 f. §§ VML). Vad gäller jämbördiga motparter får ett värdepappersinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse i form av mottagande och vidarebefordran av order, utförande av order på kunders uppdrag eller handel med finansiella instrument för egen räkning i sådan verksamhet medverka till eller inleda transaktioner med jämbördiga motparter utan att tillämpa 8 kap. 22–33 §§ VML (de av dessa paragrafer som berör informationslämnandet diskuteras nedan) för dessa transaktioner och sidotjänster som är direkt knutna till transaktionerna. En motpart har dock rätt att begära att dessa §§ skall tillämpas generellt i avtalsförhållandet eller avse en enskild transaktion (8 kap. 20 § VML).<sup>7</sup>

### 3. Informationsplikten

#### 3.1 Allmänt

Ett värdepappersinstitut skall förse sina kunder med lättbegriplig information om (1) värdepappersinstitutet och dess tjänster; (2) finansiella instrument och föreslagna placeringsstrategier; (3) handelsplatser; (4) priser och avgifter; och (5) institutets riktlinjer för utförande av order. Informationen skall ge kunderna rimliga möjligheter att förstå arten av och vilka risker som är förknippade med de investeringstjänster och de finansiella instrument som institutet erbjuder. All information som ett värdepappersinstitut lämnar till sina kunder skall vara rättvisande och tydlig och får inte vara vilseledande. Marknadsföringsmaterial skall lätt kunna identifieras som sådant (8 kap. 22 § VML). (Utöver detta gäller också i dessa fall marknadsförings-

<sup>6</sup> Detta hindrar dock inte att reglerna om kategorisering av och avtal med kunder i 13 kap. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse gäller också för värdepappersinstitut hemmahörande inom EES med filial i Sverige (1 kap. 4 § föreskrifterna).

<sup>7</sup> Se också Svenska Fondhandlareföreningens dokument *Kundkategorisering* (2007).

lagen (2008:486) och distans- och hemförsäljningslagen (2005:59).) Ett värdepappersinstitut skall vidare dokumentera vad institutet och en kund har kommit överens om när det gäller parternas rättigheter och skyldigheter samt övriga villkor för de tjänster som institutet skall utföra för kunden (8 kap. 26 § VML) och lämna en tillfredsställande rapportering till en kund om de tjänster som institutet har utfört för kunden, varvid rapporteringen i förekommande fall skall innehålla uppgifter om kostnaderna för de transaktioner och tjänster som har utförts för kundens räkning (8 kap. 27 § VML). I riktlinjerna skall det för varje kategori av finansiella instrument finnas uppgifter om de olika handelsplatser där värdepappersinstitutet utför sina kundorder och de faktorer som påverkar valet av handelsplats. Riktlinjerna skall omfatta de handelsplatser som gör det möjligt för institutet att stadigvarande uppnå bästa möjliga resultat när en kundorder utförs (8 kap. 29 § VML). Innan ett värdepappersinstitut utför en kunds order, skall kunden ha godtagit de riktlinjer för utförande av order som institutet har (8 kap. 30 § VML), och innan institutet utför en kunds order utanför en reglerad marknad eller en handelsplattform, skall kunden ha gett sitt uttryckliga godkännande till det (godkännandet kan ges generellt eller avse en enskild transaktion) (8 kap. 31 § VML). Om en kund begär det, skall ett värdepappersinstitut kunna visa att det har utfört kundens order i enlighet med institutets riktlinjer för utförande av order (8 kap. 32 § VML).

### 3.2 Generella informationskrav och särskilda krav avseende investeringsrådgivning och diskretionär portföljförvaltning

VML ställer inte samma krav på informationsgivningen avseende alla typer av tillståndspliktiga tjänster. *Investeringsrådgivning* och *diskretionär portföljförvaltning* kan till sin natur sägas gå ut på att värdepappersinstitutet skall göra lämplighetsbedömningar av olika investeringsalternativ för kundens räkning. Särskilt stränga krav ställs därför i detta avseende på värdepappersinstitutet när de tillhandahåller dessa båda tjänster. Ett värdepappersinstitut skall således, när det tillhandahåller investeringstjänsterna investeringsrådgivning eller diskretionär portföljförvaltning, hämta in nödvändiga uppgifter från kunden om dennes kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten samt om dennes ekonomiska situation och mål med investeringen, så att institutet kan rekommendera kunden de investeringstjänster och finansiella instrument som är lämpliga för denne (8 kap. 23 § VML). Man har dock inte helt velat frita värdepappersinstitutet från ett informationskrav när de tillhandahåller andra tjänster än investeringsrådgivning eller diskretionär portföljförvaltning. Värdepappersinstitutet skall nämligen, när

de tillhandahåller någon annan investeringstjänst än investeringsrådgivning eller diskretionär portföljförvaltning, begära att kunden lämnar uppgifter om sina kunskaper och erfarenheter av den specifika tjänsten eller produkten så att instituten kan bedöma om investeringstjänsten eller produkten passar kunden. Värdepappersinstituten skall, om de mot bakgrund av de uppgifter som de sålunda har fått, anser att tjänsten eller produkten inte passar kunden informera kunden om detta. Värdepappersinstituten skall vidare, om en kund inte lämnar sådana uppgifter eller lämnar ofullständiga uppgifter, informera kunden om att instituten inte kan avgöra om tjänsten eller produkten passar kunden (8 kap. 24 § VML).

### 3.3 Lättnader beträffande mottagande och vidarebefordran av order och utförande av order avseende okomplicerade instrument

(1) *Undantaget i 8 kap. 25 § VML.* – Investeringstjänsterna *mottagande och vidarebefordran av order och utförande av order* kan i informationshänseende sägas vara av en enklare beskaffenhet än övriga investeringstjänster. Dessa tjänster går i princip ut på att för kunds räkning exekvera ett beslut som kunden själv har fattat utan att ha förlitat sig på ett värdepappersinstituts expertis. Man har emellertid inte velat undanta värdepappersinstituten från det generella informationskravet i 8 kap. 24 § VML annat än i de fall tjänsterna tillhandahålls avseende särskilt enkla finansiella instrument, och även då endast under vissa ytterligare villkor. Detta hänger samman med uppfattningen att ”a stockbroker or an insurance agent is (or should be) more than an order-taker or a peddler in a buyer–seller environment. Such a person is offering to put special skills and knowledge to work for the benefit of others”.<sup>8</sup> Ett värdepappersinstitut får tillhandahålla investeringstjänsterna mottagande och vidarebefordran av order och utförande av order på kunders uppdrag utan att uppfylla dessa krav, endast om *samtliga* (prop. 2006/07:115 s. 587) följande förutsättningar är uppfyllda: (1) tjänsten avser (a) aktier som tagits upp till handel på en reglerad marknad eller på en motsvarande marknad utanför EES, (b) penningmarknadsinstrument, (c) obligationer eller andra former av skuldförbindelser utan derivatinslag, (d) andelar i en värdepappersfond som avses i 1 kap. 1 § 21 LIF eller i ett fondföretag som avses i 1 kap. 7 § första stycket 1 samma lag, eller (e) andra okomplicerade finansiella instrument; (2) tjänsten tillhandahålls på kundens initiativ; och (3) kunden klart och tydligt har informerats om att institutet inte kommer att bedöma om instrumentet eller tjänsten passar kunden (8 kap. 25 § VML).

<sup>8</sup> Boatright s. 6 f.

(2) "Aktier". – Det är inte alltid självklart vilka instrument som skall anses falla under undantaget i 8 kap. 25 § VML från informationsplikten. Det är t.ex. inte alltid självklart vad som utgör en *aktie*. Skall t.ex. kapitalandelslån (lån för vilka det kapitalbelopp som skall återbetalas är beroende av låntagarbolagets framtida finansiella ställning) enligt aktiebolagslagen räknas dit? Kapitalandelslån kan betraktas som ett slags rösträttslösa aktier (prop. 1975:103 s. 221; jfr prop. 2004/05:85 s. 369) och har sin närmaste funktionella motsvarighet i vissa andra jurisdiktioner just i rösträttslösa aktier, eller aktier med extremt uttunnad rösträtt. För svenska aktiebolag framgår i och för sig av Bolagsverkets registreringar vad som formellt utgör aktiekapital (jfr t.ex. 3 kap. 10 §, 4 kap. 10 §, 25 kap. 15 ff. §§ och 13 kap. 30 § aktiebolagslagen), men hur skall man bedöma t.ex. sådana efterställda fordringar som får räknas in i det primära respektive sekundära kapitalet för både svenska (se (3 kap. 3 och 4 §§ lagen (2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar, "KTL") och utländska kreditinstitut och värdepappersbolag och som kan ta sig formen av överlåtbara värdepapper?

Rekvisitet "upptagande till handel på en reglerad marknad" inom EES torde inte bjuda några allvarigare tolkningssvårigheter. För svensk del regleras de reglerade marknaderna i 12 kap. VML, och de reglerade marknaderna under Finansinspektionens tillsyn finns registrerade hos inspektionen. Liknande förhållanden torde gälla inom andra EES-länder, vars lagstiftning liksom VML bygger på ett underliggande gemensamt direktiv. Bedömningen av marknader utanför EES torde däremot ofta vara svårare, eftersom den utländska regleringen måste bedömas och jämföras med EES-regleringen av "reglerade marknader" för att det skall gå att avgöra huruvida den utländska marknaden *motsvarar* en reglerad marknad inom EES. Någon ledning för hur bedömningen skall göras ges inte i prop. 2006/07:115 till VML (eller i prop. 1999/2000:18, genom vilken ett motsvarande krav infördes i en tidigare lydelse av 8 kap. 10 § tredje stycket konkurslagen). Eftersom det kännetecknande draget för reglerade marknader jämfört med andra marknader (t.ex. multilaterala handelsplattformar eller OTC-handeln) är de högre kraven på informationsgivning (transparens)<sup>9</sup> och att det är transparensen som

<sup>9</sup> Se prop. 2006/07:115 s. 395 ff. och 415 ff.; prop. 2006/07:65 s. 85; och prop. 2004/05:158 s. 58 f.; jfr L. Afrell, H. Klahr & P. Samuelsson, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt* (1998) s. 127. Marknadstransparensen regleras på flera håll: 9 kap. 2 och 9 §§, 11 kap. 6 och 9 ff. §§, 13 kap. 9 §, 15 kap. 6 ff. §§, 16 kap. och 17 kap. VML; 2 kap. LHF; och Kommissionens förordningar 809/2004/EG, 1787/2006/EG och 211/2007/EG.

är det avgörande kännetecknet för ett okomplicerat instrument (avs. (7) nedan), torde jämförelsen mellan reglerade marknader och marknader utanför EES i detta sammanhang främst handla om marknadstransparensen.

(3) ”*Penningmarknadsinstrument*”. – ”Penningmarknadsinstrument” definieras i 1 kap. 4 § VML som ”statsskuldväxlar, inlåningsbevis, företagscertifikat och andra instrument som normalt omsätts på penningmarknaden, dock inte betalningsmedel”. För att kunna tolka bestämmelsen i 1 kap. 4 § VML måste man alltså ta ställning till vad som avses med ”penningmarknaden”. ”Penningmarknad” är inte något självklart begrepp. De finansiella marknaderna kan delas in på en rad olika sätt. En vanlig indelning delar in marknaderna i en marknad för eget kapital (riskkapital) och en annan för främmande kapital (kreditmarknad). Kreditmarknaden har i sin tur traditionellt ofta delats in i en kort ”penningmarknad” och en lång marknad för obligationer.<sup>10</sup> En sådan syn företrädde t.ex. av departementschefen i förarbetena till lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet, där han sade (prop. 1991/92:113 s. 114 f.; se även prop. 2006/07:115 s. 255):

”Penningmarknaden har kommit att bli den samlade benämningen för vad som egentligen är två marknader; penningmarknaden och obligationsmarknaden. Skillnaden mellan dessa två är i huvudsak löptiderna på de räntebärande värdepapper som är föremål för handel. På penningmarknaden förekommer handel med värdepapper som har en löptid på upp till ett år, t.ex. statsskuldväxlar och certifikat av olika slag. På obligationsmarknaderna är löptiderna längre än ett år. [...] Något som ibland brukar förknippas med penningmarknaden är den s.k. ’deposit-marknaden’. [...] På ’deposit-marknaden’ förekommer vanlig in- och utlåning från en dag upp till ett år, men på standardiserade villkor. ’Deposit-marknaden’ är alltså ingen värdepappersmarknad.”

Den korta penningmarknaden kan i sin tur delas in i en inter-bank marknad (med en undermarknad för handeln mellan bankerna inbördes och en annan för handeln mellan bankerna och centralbanken) och en ”makroekonomisk” penningmarknad för handeln mellan bankerna och icke-banker.<sup>11</sup>

Den vanliga indelningen kan vara missvisande och ge sken av att marknaderna i själva verket är tydligare avgränsade från varandra än vad som verkli-

<sup>10</sup> Se J. A. Lybeck & G. Hagerud, *Penningmarknadens instrument* (1996) s. 37 och SOU 1988:29, del 1 s. 127 med figur 2.1.

<sup>11</sup> Se von Hagen & von Stein s. 1532.

gen är fallet.<sup>12</sup> Den traditionella uppdelningen av de finansiella marknaderna har bl.a. utgått ifrån löptid (så prop. 1990/91:142 s. 76 och prop. 2006/07:115 s. 255). Ofta utgår man ifrån att instrument på penningmarknaden har en löptid på högst ett år (så t.ex. prop. 2006/07:115 s. 255), men detta har inte influerat i lagstiftningen. Visserligen definieras ”penningmarknadsinstrument” i 1 kap. 1 § 18 LIF som ”statsskuldväxlar, bankcertifikat samt sådana andra finansiella instrument med en löptid på högst tolv månader som normalt omsätts på penningmarknaden, är likvida och har ett värde som vid varje tidpunkt exakt kan fastställas”, men eftersom denna definition bygger på ett annat direktiv än det som ligger till grund för VML och tjänar andra syften än definitionen i VML (prop. 2006/07:115 s. 288) kan den inte användas för att tolka ”penningmarknadsinstrument” i VML. I 2 kap. 2 § 2 LHF undantas penningmarknadsinstrument med kortare löptid än ett år från prospektkravet, vilket logiskt förutsätter att det finns penningmarknadsinstrument med en löptid överstigande ett år. Sambandet mellan LHF och VML är starkare än mellan LIF och VML – i LHF avses med ”penningmarknadsinstrument” det samma som i VML (1 kap. 1 § LHF) – varför LHF här visar att ”penningmarknaden” i VML inkluderar instrument med längre löptid än ett år.

I praktiken är det emellertid ofta svårt att se en tydlig skillnad mellan kort och lång marknad. Redan banklagssakkunniga påpekade att skillnaden mellan bankernas avistakonton och den långsiktigare inlåningen i likviditetshänseenden var otillräcklig för att föranleda att den längre inlåningen inte skulle skyddas på samma sätt som avistakonton (SOU 1952:2 s. 146; även prop. 1955:3 s. 138). Certifikaten är visserligen korta papper i den meningen att de automatiskt förfaller till betalning efter en kort tidsrymd (till skillnad från avistakonton som löper vidare till dess de bringats att förfalla av borgenärens begäran om att få ut medlen). Certifikaten emitteras dock (i) kontinuerligt (ii) i stora mängder (SOU 1988:29, del 2, 25) och är mycket likvida. Funktionellt föreligger det stora likheter mellan en emittent som kontinuerligt har stora volymer certifikat utestående men som ofta omsätts på en likvid marknad, och en bank som lånar upp via konto. Den del av certifikatsupplåningen som kontinuerligt (re)finansieras genom att nya certifikat emitteras

---

<sup>12</sup> Svårigheterna att definiera olika finansiella marknader hänger samman med de olika institutionernas funktionella överlappningar och diskuteras ofta under rubriken ”branschglidning” (se här till D. Hanqvist, ”Näringsrättens splittring – exemplet med de finansiella marknaderna”, FT 2006 s. 23, särskilt s. 42 ff.).

motsvarar den bestående behållningen på avistakonton.<sup>13</sup> Bankernas finansieringsverksamhet spänner vanligen över olika tidshorisonter; väl fungerande finansiella marknader gör vidare att en placering eller skuld med viss bestämd tidshorisont kan byggas upp med hjälp av instrument med en på marknaden avvikande nominell löptid (SOU 1988:29, del 1 s. 128).

Ibland sägs penningmarknaden främsta funktion vara att tillhandahålla likviditet (prop. 2006/07:115 s. 255). ”Likviditet” är emellertid inte ett begrepp beträffande vilket det råder enighet om vad det betyder. Det är t.ex. inte klart om med ”likviditet” avses ett kvantitativt begrepp eller ett kvalitativt. I den mån begreppet är kvantitativt kan olika marknaders och instruments likviditet jämföras på ett förhållandevis enkelt sätt; om det istället är kvalitativt blir en sådan jämförelse i vart fall svårare, liksom en marknads förändrade likviditet kan vara svår att bestämma.<sup>14</sup> Keynes noterade att det inte finns någon ”absolute standard of ‘liquidity’ but merely a scale of liquidity [...]”. The conception of what contributes to ‘liquidity’ is a partly vague one, changing from time to time and depending on social practices and institutions.”<sup>15</sup> Tanken förefaller emellertid vara att ”penningmarknadsinstrument” i VML:s mening skall vara ”likvida” instrument i den meningen att instrumenten skall vara lätta att omsätta eller lösa in mot ”pengar”.<sup>16</sup>

Det vore missvisande att behandla de olika marknaderna som slutna kärl; istället sker ett kontinuerligt flöde mellan segmenten; och segmentens gränser är rörliga. Uppdelningen av de finansiella marknaderna efter t.ex. löptid eller arten av emittent har beskrivits som ”förhistorisk”.<sup>17</sup> De olika marknaderna i likvida tillgångar hänger ihop och liknar varandra på flera sätt. Det kan ifrågasättas i vilken utsträckning det finns teoretiska skäl för att göra distinktioner dem emellan. Ofta beskrivs t.ex. ränte- och valutamarknaderna som två olika marknader, som visserligen kan liknas vid kommunicerade kärl, men som ändå är separata.<sup>18</sup> Denna gränsdragning är inte självklar. Överhuvudtaget interagerar de olika finansiella marknaderna i allt högre

<sup>13</sup> Jfr Ph. Norel, *L'invention du marché* (2004) s. 504.

<sup>14</sup> Se A. Marès, ”Market liquidity and the role of public policy”, BIS Papers No. 12 – Market functioning and central bank policy (2002) s. 386. Mätproblemen diskuteras i M. J. Fleming, ”Measuring Treasury Market Liquidity”, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 33 (2001).

<sup>15</sup> J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Collected Writings VII) (1973) s. 240.

<sup>16</sup> Jag går inte här in på den djupa och svåra frågan om vad ”pengar” är och huruvida ”pengar” skulle vara någonting annat än de ”tillgångar” som handlas på penningmarknaden.

<sup>17</sup> Se Norel s. 503.

<sup>18</sup> Se L. Hässel, M. Norman & Ch. Andersson, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv* (2001) s. 16 f.

grad och på ett komplicerat sätt<sup>19</sup> – dels på så sätt att priset på och likviditeten hos olika tillgångsklasser (t.ex. obligationer eller aktier) inom ett och samma land påverkar varandra,<sup>20</sup> dels på så sätt att priset på en tillgångsklass i ett land påverkas av priset på samma tillgångsklass i ett annat land, men dels även på det sättet att priset på en tillgångsklass i ett land påverkas av priset på en annan tillgångsklass i ett annat land.<sup>21</sup> Det finns belägg för att det råder en arbitragesituation avseende aktier och valutor.<sup>22</sup> Räntegabet mellan olika marknader borde också minska i takt med att tillgångarna blir mer likvida ("[i]nterest rates tend to move together"<sup>23</sup>). Eftersom räntorna på obligationsmarknaden samvarierar med priserna på andrahandsmarknaden för syndikerade lån<sup>24</sup> utgör också dessa båda segment i viss mening en marknad. Derivattekniken kopplar samman olika marknader och marknadssegment genom de arbitragevinster som denna teknik medger (jfr Ds 1990:57 s. 26); enligt 22 kap. 5 § VML föreskrivs således att om handeln med ett visst finansiellt instrument har avbrutits enligt 22 kap. 2 § VML, och detta instrument utgör den underliggande tillgången för ett derivat som är föremål för handel på en reglerad marknad eller en handelsplattform (eller annars genom ett värdepappersinstitut), skall handeln även med derivatet avbrytas.

Det praktiska språkbruket betraktar ofta alla de tre marknaderna som räknas upp i prop. 1991/92:13 s. 114 f. – *deposit*-marknaden, penningmarknaden *stricto sensu*, obligationsmarknaden – som i väsentliga avseenden *en* marknad. *The Shorter Oxford Dictionary* menar att *money market* kan betyda "the market in short-term finance between banks and other financial institutions" men att uttrycket ibland inkluderar även valuta- och råvarumarknaderna. Den traditionella skillnaden mellan en "obligationsmarknad" och en

<sup>19</sup> Se Financial Services Authority, *Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, Discussion Paper 06/6 (2006) § 4.20.

<sup>20</sup> Se T. Chordia, A. Sarkar & A. Subrahmanyam, "Common Determinants of Bond and Stock Market Liquidity: The Impact of Financial Crises, Monetary Policy, and Mutual Funds Flows", Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 141 (2001) s. 3 ("liquidity in one market is a strong predictor of liquidity in the other market").

<sup>21</sup> Se M. Ehrmann, M. Fratzscher & R. Rigobon, "Stock, Bonds, Money Markets and Exchange Rates. Measuring International Financial Transmission", ECB Working Paper No. 452 (2005).

<sup>22</sup> Se L. Capiello & R. A. De Santis, "Explaining Exchange Rate Dynamics. The Uncovered Equity Return Parity Condition", ECB Working Paper No. 529 (2005).

<sup>23</sup> L. Sarno & D. L. Thornton, "The Dynamic Relationship Between the Federal Funds Rate and the Treasury Bill Rate: An Empirical Investigation", Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2000-032C (2002) s. 2.

<sup>24</sup> Chris Porter (Senior Director, The Royal Bank of Scotland) i ett anförande vid Loan Market Associations Stockholmsseminarium 2005-09-13. Jfr A. M. Santomero, "Lånportföljförvaltning: Bra eller dåliga nyheter för den finansiella stabiliteten?", *Penning- och valutapolitik* 1/2008 s. 25.

”penningmarknad” har reducerats allt mer. Den tekniska utvecklingen gör att den praktiska skillnaden mellan *deposit*-marknaden och den övriga penningmarknaden kraftigt reduceras. Handeln på *deposit*-marknaden påminner i stort om handeln med obligationer och diskonteringsinstrument.<sup>25</sup> Penningmarknaden kan ses som ”a market in deposits and advances. But they are also a market in various forms of short-term security that are almost the equivalent of money”.<sup>26</sup> ”Penningmarknaden” får ofta beteckna hela den del av kreditmarknaden som innehåller fastförräntade, likvida instrument för professionella aktörer.<sup>27</sup>

Vad beträffar *deposits* menade regeringen att dessa inte skulle utgöra penningmarknadsinstrument i VML:s mening. En förutsättning för att en företeelse skall vara ett penningmarknadsinstrument enligt VML angavs nämligen vara att det är fråga om ”instrument”. Detta skulle göra att *deposits* som handlas på penningmarknaden inte vore sådana penningmarknadsinstrument som avses i VML. En *deposit* skulle inte vara något ”instrument” eftersom det inte går att ha en *deposit* registrerad på ett avstämningskonto hos VPC, en depå eller något annat system för kontoföring av finansiella instrument. Det skulle istället vara fråga om inlåning – närmare bankkonton än finansiella instrument (prop. 2006/07:115 s. 288; jfr prop. 1991/92:113 s. 115; *deposit*-marknaden är inte någon värdepappersmarknad).

Regeringens resonemang på den här punkten kan kritiseras på en rad grunder. Föreställningen att det skulle föreligga en skarp skillnad mellan ”bankkonton” och ”finansiella instrument” (obligationer) är under stark press av marknadernas utveckling. Skillnaden mellan inlåning på konto i en bank och investeringar i likvida dematerialiserade obligationer utgivna av banken är svårgripbar.<sup>28</sup> I samband med att regeln i 1 kap. 4 § BFRL infördes diskuterades hur kreditgivning skall skiljas från handel med finansiella instrument. Köp av obligationer anses inte utgöra kreditgivning, om obligationerna är avsedda för handel på värdepappersmarknaden (finansiella instrument). Under vissa omständigheter kan emellertid vad som formellt är ett köp av obligationer komma att i realiteten betraktas som kreditgivning.<sup>29</sup>

<sup>25</sup> Se Lybeck & Hagerud s. 162.

<sup>26</sup> M. Brett, *How to Read the Financial Pages* (2000) s. 241.

<sup>27</sup> Se Lybeck & Hagerud s. 37; L. Nyberg, S. Viotti & P. Wissén, *Penningmarknaden* (2006) s. 10.

<sup>28</sup> Jfr prop. 1995/96:60 s. 56; prop. 2002/03:139 s. 192 f.; J. E. Stiglitz & B. Greenwald, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* (2003) s. 12 f.; T. Padoa-Schioppa, *The Road to Monetary Union in Europe* (2000) s. 16 ff. I exempelvis *Financial Times*' bilaga ”Fund Management” 2004-07-05 återfinns information, inte endast om olika fonder, utan även om ”money market trusts and bank accounts”.

<sup>29</sup> Jfr H. Cavalli, *Om statslån och statsskulder* (1942) s. 151 ff.

Finansiella instrument har i viss utsträckning ersatt bankinlåning och reversutlåning i konkurrensen om placeringsformerna på marknaden (SOU 1988:29, del 1, 153; Ds 1990:57, 26, 75). Som en effekt av ”värdepapperiseringen” (i vid bemärkelse<sup>30</sup>) kan finansiella instrument emitteras på ett i princip lika smidigt sätt som dragningar kan göras under en kreditfacilitet.<sup>31</sup>

Regeringens argumentation kan också kritiseras på den grunden att man förefaller ha missuppfattat innebörden av begreppet ”instrument” genom att utgå ifrån att ”instrument” måste vara negotiabla, kontoförda eller clearade; regeringen verkar här ha fallit tillbaka i den definition av ”finansiella instrument” som tidigare fanns i 1 kap. 1 § LHF (men som numera har ersatts av en hänvisning till definitionen i VML), nämligen ”fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse *avsedd för handel på värdepappersmarknaden*”; motsvarande definition fanns också tills helt nyligen i 1 kap. 1 § 6 LIF (”fondpapper, fondandelar, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument samt annan rättighet eller förpliktelse *avsedd för handel på värdepappersmarknaden*”), men har ersatts av en ny definition som ligger närmare den i VML.<sup>32</sup> Att definitionen av ”penningmarknadsinstrument” i VML inte innehåller något omsättningsbarhetskrav framgår av en rad omständigheter. Som Sveri-

<sup>30</sup> Värdepapperisering” (*securitisation*) används för att beteckna två olika fenomen: dels (i) den process genom vilken krediter, eller fordringsförhållanden, görs mer likvida genom att de illikvida tillgångarna överförs på en aktör som i sin tur finansierar detta förvärv genom att emittera omsättningsbara instrument (en ”ompaketering” av illikvida tillgångar till omsättningsbara finansiella instrument) (*snäv* bemärkelse); dels (ii) den process genom vilken traditionell bankupplåning enligt bilaterala låneavtal ersätts av att låntagarna emitterar omsättningsbara instrument direkt i marknaden (*vid* bemärkelse) (Norel s. 504).

<sup>31</sup> Se A. Steinherr, *Derivatives* (2000) s. 35; jfr SOU 1991:2 s. 132.

<sup>32</sup> Denna osäkerhet går igen i förslaget till ny lag om företagshypotek. I den nya lagens 2 kap. 1 § undantas från företagshypoteket bl.a. ”aktier och andra finansiella instrument, avsedda för allmän omsättning”. Med ”finansiella instrument” avses här detsamma som i VML (se prop. 2007/08:161 s. 52). Ett precisare sätt att utforma lagtexten hade istället varit att utelämna referensen till ”finansiella instrument” för att istället hänvisa till ”överlåtbara värdepapper”, som enligt 1 kap. 4 § VML är sådana finansiella instrument som ”kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”. Möjligen återfinns osäkerheten numera också i 8 kap. 10 § tredje stycket konkurslagen, som medger att ”finansiella instrument” säljs på ett ”affärsmässigt rimligt sätt”, med vilket normalt avses ”försäljning till börs- eller marknadspris” (se prop. 2004/05:30 s. 96). När bestämmelsen infördes hänvisades till definitionen av ”finansiellt instrument” i LHF i dess dåvarande lydelse (se prop. 2004/05:30 s. 32; se även prop. 1999/2000:18 s. 107). I sin dåvarande lydelse avsåg definitionen rättigheter eller förpliktelser ”avsedd[a] för handel på värdepappersmarknaden”. Tanken var att fånga in värdepapper som är ”konstruera[de] på ett sådant sätt att [de] enkelt och smidigt kan överlåtas på värdepappersmarknaden” (M. Beckman, G. Jansson, K. Wallin-Norman & B. Wendleby, *Lagarna på värdepappersområdet* (2002) s. 99 f.). Detta är alltså inte fallet med motsvarande definition i VML; men någon ändring gjordes inte i konkurslagen i samband med att VML infördes, även om §:en justerades i andra avseenden för att anpassa terminologin till VML (se prop. 2006/07:115 s. 652). Således torde ”finansiellt instrument” i §:en betyda det samma som i VML.

ges Advokatsamfund påpekade i sitt remissvar<sup>33</sup> har de finansiella instrument som *inte* omfattas av definitionen av ”överlåtbara värdepapper” – däribland ”penningmarknadsinstrument” – det gemensamma utmärkande draget att de *inte* måste kunna bli föremål för handel på kapitalmarknaden. De instrument som till sin natur är lätta att omsätta definieras i 1 kap. 4 § 2 VML som ”överlåtbara värdepapper”, d.v.s. sådana ”värdepapper utom betalningsmedel som kan bli föremål för handel på kapitalmarknaden”, en definition som delvis – men alltså endast delvis – överlappar med definitionen av ”penningmarknadsinstrument” (prop. 2006/07:115 s. 283 f.).<sup>34</sup> Det kan också påpekas att begreppet ”finansiella instrument” i VML inkluderar finansiella derivatinstrument som inte är omsättningsbara såsom överlåtbara värdepapper utan endast utgörs av *bilaterala* avtal (1 kap. 4 § 5 a), b), d), e), f) och g) VML). Regeringens argument på den här punkten kan heller inte fås att harmoniera med definitionen av ”finansiellt instrument” i 1 kap. 3 § 7 KTL, där ett ”finansiellt instrument” anges vara ”ett avtal som ger upphov till en finansiell tillgång för en part samtidigt som en annan part får en finansiell skuld eller utfärdar ett egetkapitalinstrument”.<sup>35</sup> I den internationella redovisningsstandarden IAS 32 (VT 3 och 4) anges vidare som exempel på ”finansiella instrument” bl.a. kontanter, tillgodohavande i en bank och fordringar enligt såväl kortfristiga värdepapper som obligationer. En *deposit* skulle alltså mycket väl kunna vara ett ”instrument” och därför också ett penningmarknadsinstrument enligt VML, oavsett huruvida det lätt kan överföras mellan olika innehavare.

”Penningmarknaden” är således ett poröst begrepp som förändras i takt med att marknaderna för finansiella tillgångar förändras. Förändringarna kan driva av t.ex. den tekniska utvecklingen och marknadernas organisering och av vilka som deltar i handeln. Värdepappersinstitutet och Finansinspektionen behöver därför följa marknadernas dynamik och anpassa tolkningen av 8 kap. 25 § VML till denna dynamik.

(4) ”Obligationer utan derivatinslag”. – Vad gäller obligationer utan derivatinslag sägs i prop. 2006/07:115 s. 587 att obligationer där risken endast

<sup>33</sup> Se R-2006/0602, 2006-08-21, s. 3.

<sup>34</sup> Den i propositionen identifierade överlappningen mellan ”penningmarknadsinstrument” och ”överlåtbara värdepapper” innebär, eftersom det i den senare definitionen ingår att instrumenten skall kunna bli föremål för handel på *kapitalmarknaden*, att penningmarknaden (där penningmarknadsinstrument omsätts) är en del av kapitalmarknaden.

<sup>35</sup> VML:s förarbeten uppmärksammade definitionen av ”penningmarknadsinstrument” i det direktiv som ligger till grund för VML (se prop. 2006/07:5 s. 125 f.); men vare sig i KTL:s förarbeten eller i förarbetena till VML gjordes något försök att få ihop resonemanget på denna punkt.

beror på utställarens betalningsförmåga är okomplicerade. Obligationer med ett derivatelement skulle däremot inte vara komplicerade: "Om risk och avkastning påverkas av andra faktorer än låntagarens betalningsförmåga – t.ex. av utvecklingen av ett index – bör det inte betraktas som ett okomplicerat finansiellt instrument i detta sammanhang. Ett värdepappersinstitut måste således uppfylla kraven i 8 kap. 24 § VML om en kundorder avser skuldförbindelser med inslag av derivatkontrakt som påverkar förbindelsens risk och avkastning över tid". Finansinspektionen har definierat "aktieindexobligation" som "en finansiell produkt som består av en obligation (en skuldförbindelse) och en option" (rapport 2006:19 s. 1). Detta torde enligt Finansinspektionens syn betyda att indexobligationer enligt sin natur som utgångspunkt inte kan vara okomplicerade instrument (huruvida indexobligationer med adekvat informationsgivning kan betraktas som okomplicerade diskuteras nedan under (6)). Det är emellertid inte självklart att indexeringen skall ses som ett "derivatinslag".<sup>36</sup> Visserligen beräknas en del av det återbetalningspliktiga beloppet i en indexobligation med ledning i hur andra tillgångar betar sig; men detta hindrar inte att obligationsinnehavarens rätt till betalning ändå är avhängig av *emittentens betalningsförmåga*: indexeringen är endast en beräkningsgrund för emittentens betalningsskyldighet (den "variabla kupongen"<sup>37</sup>) och ger inte innehavaren någon rätt till de underliggande indextillgångarna; inte heller är kupongen ett självständigt instrument (t.ex. enligt definitionen i 1 kap. 4 § 5 VML). Också i en indexobligation står innehavaren kreditrisken på *emittenten* och kan endast få betalt till den del emittenten kan betala.

---

<sup>36</sup> Jfr Svenska Fondhandlareföreningens skrift *Execution-only och okomplicerade finansiella instrument – särskilt vad gäller (aktie)indexobligationer* där propositionens kategorisering av indexobligationer såsom obligationer med ett derivatelement också ifrågasätts. – Det är notoriskt svårt att definiera "derivat" (jfr S. K. Henderson, *Henderson on Derivatives* (2003) s. 3 f. och Appendix A och A. Hudson, *The Law on Financial Derivatives* (2006) § 2–03f). Försöken att definiera "derivat" tar vanligen sin utgångspunkt i en exemplifierande uppräkningslista (se Henderson s. 3). En sådan definition av "finansiella derivatinstrument" finns i 1 kap. 4 § 5 VML och av "derivatinstrument" i 1 kap. 1 § 2 LIF. Liksom den tidigare definitionen av "optioner" och "terminer" (tillsammans med swapar typiska derivat) i 1 kap. 1 § LHF i dess ursprungliga lydelse (jfr prop. 1990:91:142 s. 89 och S. Johansson, *Options- och terminsavtal* (1998) s. 26) torde VML:s och LIF:s definitioner sakna allmänjuridisk giltighet, men kan naturligtvis vara vägledande också för tolkningen av vad "derivat" betyder i annan lagstiftning. Det kan noteras att 8 kap. 25 § 1 c) VML talar om "derivatinslag"; detta uttrycks förhållande till "finansiella derivatinstrument" i 1 kap. 4 § 5 VML är oklart.

<sup>37</sup> Se Svenska Fondhandlareföreningens skrift *Execution-only och okomplicerade finansiella instrument – särskilt vad gäller (aktie)indexobligationer* (2008). Den vanligt förekommande beskrivningen av en indexobligation som en kombination av en obligation och en option kan alltså vara missvisande.

(5) *"Fondandelar"*. – Det finns många olika typer av fonder med mycket olika placeringsinriktningar. I svensk rätt görs t.ex. skillnad mellan "värdepappersfonder" (1 kap. 1 § 21 LIF) och "specialfonder" (1 kap. 1 § 19 LIF). Skillnaderna mellan fondtyperna är att specialfonderna har ett friare investeringsmandat än värdepappersfonderna; men å andra sidan kan värdepappersfonderna efter ett relativt enkelt anmälningsförfarande säljas till investerare i hela EES utan lokala tillståndskrav (jfr 1 kap. 7 § LIF); sådana fonder kallas på EG-jargong "UCITS" och är föremål för särskild harmoniserad EG-lagstiftning. I den svenska versionen av artikel 19.6 första strecksatsen i direktiv 2004/39/EG (som den svenska lagtexten bygger på) anges "fondandelar". I den engelska versionen anges emellertid "UCITS". Mot den bakgrunden har det ansetts att endast andelar i UCITS-fonder får betraktas som okomplicerade finansiella instrument. Genom hänvisningen till 1 kap. 7 § första stycket 1 LIF framgår att fondföretaget måste ha tillstånd i sitt hemland att driva verksamhet enligt bestämmelserna i UCITS-direktivet (förutsättningarna i 1 kap. 7 § första stycket 2 eller andra stycket måste således inte vara uppfyllda för att en andel i ett sådant fondföretag skall betraktas som ett okomplicerat finansiellt instrument). Detta innebär att bestämmelsen inte är tillämplig i fråga om order avseende andelar i svenska specialfonder, fondföretag som hör hemma i andra länder inom EES men som inte omfattas av UCITS-direktivet eller fondföretag som hör hemma utanför EES (prop. 2006/07:115 s. 587). För UCITS-fonderna gäller omfattande krav informationsgivning från fondbolagen till andelsägarna (4 kap. 15–22 §§ LIF) som i princip skall motsvara den information som ges i prospekt avseende överlåtbara värdepapper enligt LHF (prop. 2002/03:150 s. 178).

(6) *"Andra okomplicerade finansiella instrument"*. – Uppräkningen i punkterna (a)–(d) är alltså inte uttömmande. I det sista punkten (e) finns det en "generalklausul" som kan sägas öppna för marknadens dynamiska karaktär vad gäller produktutveckling. "Okomplicerade instrument" faller således i två olika grupper: instrument i punkterna (a)–(d) som *ipso facto* karakteriseras som okomplicerade och instrument i punkt (e) som *kan* vara okomplicerade. De närmare villkoren för punkten (e) framgår för svensk rätts del av 15 kap. 11 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:16) om värdepappersrörelse och kan vara missvisande. Paragrafen lyder:

"Ett finansiellt instrument som inte anges i 8 kap. 25 § lagen om värdepappersmarknaden ska betraktas som okomplicerat om 1. det inte omfattas av 1 kap. 4 § 2 c eller 5 lagen om värdepappersmarknaden, 2. det finns ofta återkommande möjligheter att avyttra, lösa in eller på annat sätt realisera instrumentet till priser som är offentligt tillgängliga för mark-

nadsdeltagare, och som antingen är marknadspriser eller priser som görs tillgängliga, eller valideras, genom värderingssystem som är oberoende i förhållande till emittenten, 3. det inte medför någon faktisk eller potentiell skyldighet för kunden som överstiger kostnaden för att förvärva instrumentet, och 4. det finns tillräckligt omfattande och offentligt tillgänglig information om instrumentets kännetecken som sannolikt kan förstås utan svårighet av en genomsnittlig icke-professionell kund, så att denne kan fatta ett välgrundat beslut om att utföra en transaktion med instrumentet.”

Paragrafen handlar således enligt sin ordalydelse om finansiella instrument ”som inte anges i 8 kap. 25 § lagen om värdepappersmarknaden”. I lagparagrafen anges fem olika typer av okomplicerade instrument, (a) t.o.m. (e). Observera att kategorin (e) ”andra okomplicerade finansiella instrument” faktiskt anges i 8 kap. 25 § och kan därför enligt ordalydelsen i föreskrifternas 15 kap. 11 § inte omfattas av föreskrifterna. Men föreskrifterna motsvarar här artikel 38 i Europeiska Kommissionens direktiv 2006/73/EG (”genomförandedirektivet”);<sup>38</sup> och prop. 2006/07:115 s. 587, liksom 6 kap. 1 § punkten 21 förordningen (2007:572) om värdepappersmarknaden,<sup>39</sup> tänker sig att artikel 38 i genomförandedirektivet skall motsvara kategori (e) i lagtexten; och att föreskrifterna skall ange vilka instrument ”utöver dem som anges i 25 § första stycket 1 a–d” som skall anses som okomplicerade. 15 kap. 11 § borde därför istället lyda: ”Ett finansiellt instrument som anges i 8 kap. 25 § första stycket 1 e) lagen om värdepappersmarknaden” eller möjligen: ”Ett finansiellt instrument som inte anges i 8 kap. 25 § första stycket 1 a)–d) lagen om värdepappersmarknaden”.<sup>40</sup>

Det kan emellertid ifrågasättas hur långt punkten (e) sträcker sig. Kan t.ex. indexobligationer (under förutsättning att de anses innefatta ett derivat och alltså inte omfattas av punkten (c)) ändå anses vara okomplicerade

<sup>38</sup> Artikel 38 lyder: ”Ett finansiellt instrument som inte specificeras i artikel 19.6 första strecksatsen i direktiv 2004/39/EG skall betraktas som okomplicerat om det uppfyller följande kriterier: a) Det omfattas inte av artikel 4.1.18 c i direktiv 2004/39/EG eller av någon av punkterna 4–10 i avsnitt C i bilaga I till direktiv 2004/39/EG. b) Det finns ofta återkommande möjligheter att avyttra, lösa in eller på annat sätt realisera instrumentet till priser som är offentligt tillgängliga för marknadsdeltagarna, och som antingen är marknadspriser eller priser som görs tillgängliga, eller valideras, genom värderingssystem som är oberoende i förhållande till emittenten. c) Det medför inte någon faktisk eller potentiell skyldighet för kunden som överstiger kostnaden för att förvärva instrumentet. d) Lämplig heltäckande information om instrumentets kännetecken finns offentligt tillgänglig och kan sannolikt förstås utan svårighet av en genomsnittlig icke-professionell kund så att denne kan fatta ett välgrundat beslut om att utföra en transaktion med instrumentet.”

<sup>39</sup> I förordningen anges bemyndigandet till Finansinspektionen omfatta ”vilka finansiella instrument som skall anses vara okomplicerade enligt 8 kap. 25 § första stycket 1 e”.

<sup>40</sup> I korrespondens har Finansinspektionen indikerat att föreskrifterna kan komma att justeras i detta avseende.

instrument enligt punkten (e)? I prop. 2006/07:115 s. 587 menade regeringen att andelar i fonder som inte uppfyller kraven på UCITS-fonder ändå skulle kunna betraktas som okomplicerade instrument om kraven i punkten (e) är uppfyllda. I praktiken har denna fråga om diskuterats på marknaden avseende indexobligationer. En närmare diskussion om punkten (e) kan därför med fördel konkretiseras till just indexobligationer.

Bland marknadsaktörerna har uppfattningen funnits att indexobligationer vore okomplicerade instrument. Finansinspektionen har dock avvisat denna uppfattning.<sup>41</sup> Finansinspektionens bedömning, som bl.a. kommit till uttryck för i ett antal rapporter,<sup>42</sup> är att kunderna sannolikt har betydande svårigheter att skapa sig en uppfattning om risker, möjligheter och avgifter vid köp av indexobligationer. Det finns enligt inspektionen flera förklaringar till denna svårighet. En förklaring är att priset på primärmarknaden i många fall sätts av utgivaren, utan ett sedvanligt prisbildningsförfarande där professionella investerare är med och påverkar priset. Även prisbildningen på sekundärmarknaden styrs till stor del av emittenten eller dess ombud. Detta – menar inspektionen – ställer högre krav på köparen att bedöma ifall den förväntade avkastningen kompenserar för riskerna. Bedömningen försvåras av att avkastningen är beroende av flera komponenter och förknippad med en rad risker – kreditrisk, marknadsrisk, likviditetsrisk och prissättningsrisk. Beräkningen av indexobligationernas avkastning är också inte sällan förhållandevis komplex, vilket ytterligare skulle försvåra för köparen att förstå riskerna och möjligheterna med investeringen. Sammantaget ställer detta enligt inspektionen stora krav på informationen kring erbjudandena – krav som den information som ges idag i allmänhet enligt inspektionen inte uppfyller. Idag bör således – menar inspektionen – utgångspunkten för ett värdepappersinstitut vara att indexobligationer är komplicerade instrument och att det endast i undantagsfall går att göra en annan bedömning. Med en mer tillfredsställande information om indexobligationer skulle alltså bedömningen kunna bli att de vore okomplicerade instrument.<sup>43</sup> Det kan noteras att UCITS-fonder, vars andelar alltid är att betrakta som okomplicerade instru-

---

<sup>41</sup> Se skrivelse till Svenska fondhandlarföreningen 2008-03-14, FI dnr 08-2726.

<sup>42</sup> Se Finansinspektionens rapporter 2005:1, 2006:19 och 2007:9.

<sup>43</sup> I sitt Consultation Paper 06/19, "Reforming Conduct of Business Regulation" (2006), § 8.23 menade Financial Services Authority att "there will be one-off compliance costs where firms need to assess whether products are 'complex' or 'non-complex'. We also anticipate that this assessment will come to be incorporated in product design, so reducing costs to intermediaries". Som diskussionen i texten visar kan det dock för vissa instrument inte handla om en "one-off cost" utan om kostnader för en löpande utvärdering av marknaderna och konsumenternas beteende.

ment enligt 8 kap. 25 § VML, kan innehålla derivat (5 kap. 1 § LIF), inklusive indexderivat (5 kap. 12 § LIF). LIF innehåller omfattande krav på informationsgivning till andelsägarna (avs. (5) ovan), vilket ger stöd för uppfattningen att också indexobligationer, med erforderlig information, skulle kunna betraktas som okomplicerade instrument.<sup>44</sup> Stöd till denna slutsats lämnas också av de nya reglerna om tillåtna tillgångar i UCITS-fonder. Till de ”överlåtbara värdepapper” (såsom det definieras i 1 kap. 1 § 1 st. 21 LIF) och penningmarknadsinstrument som får ingå i en UCITS-fond räknas nämligen också sådana instrument som innefattar en derivatkomponent; derivatkomponenten medför alltså inte i sig att hela instrumentet skulle utgöra ett finansiellt derivatinstrument (prop. 2007/08:57 s. 60). Om således t.ex. indexobligationer – som är ett slags överlåtbara värdepapper med en derivatkomponent – får ingå i en UCITS-fond (vars andelar är okomplicerade instrument) borde också indexobligationer i sig (åtminstone om den åtföljs av information av samma kvalitet som gäller för UCITS-fonder) kunna betraktas som okomplicerade instrument.<sup>45</sup>

En fråga i sammanhanget är hur 15 kap. 11 § 4 Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse – som beträffande okomplicerade instrument föreskriver att det skall finnas ”tillräckligt omfattande och offentligt tillgänglig information om instrumentets kännetecken som sannolikt kan förstås utan svårighet av en genomsnittlig icke-professionell kund, så att denne kan fatta ett *välgrundat beslut* om att utföra en transaktion med instrumentet” – förhåller sig till 2 kap. 11 § LHF, som föreskriver att ”ett prospekt skall innehålla all information rörande emittenten och de finansiella instrumenten som är nödvändig för att en investerare skall kunna göra en *välgrundad bedömning* av emittentens och en eventuell garants tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter samt av de finansiella instrumenten. Informationen skall vara skriven så att den är lätt att förstå och analysera”. Det kan ifrågasättas om det föreligger någon saklig skillnad mellan förutsättningarna för ett ”välgrundat beslut” och en ”välgrundad bedömning” av emittenten och det aktuella instrumentet. Skillnaden kan inte vara att föreskrifterna gör prövningen kundspecifik, eftersom föreskrifternas krav på att prövningen skall göras utifrån en genomsnittlig icke-professionell kund utesluter en individualiserad prövning av kundens förmåga att göra en välgrundad bedömning. Om t.ex. en indexobligation har

<sup>44</sup> I en kommande artikel här i FT kommer jag att diskutera relevansen för *fondförvaltningen* av parallellen mellan UCITS-fonder och indexobligationer.

<sup>45</sup> Jfr Svenska Fondhandlareföreningens skrift *Execution-only och okomplicerade finansiella instrument – särskilt vad gäller (aktie)indexobligationer*, där i princip samma ståndpunkt företräds.

givits ut på ett sådant sätt att prospekt har upprättats och som – enligt 2 kap. 25 f. §§ LHF – har godkänts av Finansinspektionen och – enligt 2 kap. 28 ff. §§ LHF – har offentliggjorts, innebär detta att den särskilt föreskrivna information som skall ingå i ett prospekt enligt LHF och kommissionens förordning 809/2004/EG finns offentligt tillgänglig. Godkännande skall ges om prospektet är fullständigt, sammanhängande och begripligt samt i övrigt uppfyller de krav som ställs i LHF och förordningen; Finansinspektionen skall vid sin prospektgranskning reagera mot felaktigheter och se till att prospektet inte är otydligt eller ofullständigt (prop. 2004/05:158 s. 181).<sup>46</sup> Rimligen innebär detta även att den offentliggjorda informationen är ”tillräckligt omfattande” för också icke-professionella kunder att fatta ett välgrundat investeringsbeslut. Om det alltså föreligger ett godkänt prospekt avseende ett instrument borde därmed *ipso facto* informationsrekvisitet i 15 kap. 11 § 4 föreskrifterna vara uppfyllt. Om den information som lämnas i prospekt inte är tillräcklig torde detta behöva åtgärdas inom ramen för prospektgranskningen snarare än inom ramen för VML:s reglering.<sup>47</sup>

I det här sammanhanget bör noteras att prövningen måste vara individualiserad på det sättet att den endast kan hänföras sig till t.ex. indexobligationer i en viss serie – inte till alla indexobligationer eller ens alla indexobligationer utgivna av en viss emittent.<sup>48</sup> Givet att övriga krav i punkten (e) och 15 kap. 11 § Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse är uppfyllda, och om en emittent t.ex. tillhandahåller tillfredsställande information på sin hemsida eller i ett godkänt prospekt, skulle kraven i punkten (e) kunna vara uppfyllda. Men eftersom andra emittenters information, eller samme emittents information om indexobligationer i andra serier, fortfarande skulle kunna anses otillfredsställande, skulle dessa andra indexobligationer fortfarande anses som komplicerade instrument enligt huvudregeln. För att säkerställa att kraven i 8 kap. 25 § VML är uppfyllda avseende instrument som inte finns uppräknade i punkterna (a)–(d) skall alltså värdepappersinstitutet företa en förhållandevis ingående och strikt individualiserad prövning av omständigheterna för varje serie indexobligationer som kan komma ifråga för en kund. I prövningen enligt 8 kap. 25 § VML – alltså för

<sup>46</sup> Finansinspektionen har närmare beskrivit sin prospektgranskning i skriften *Granskning av prospekt – en vägledning* (2008).

<sup>47</sup> Jfr Finansinspektionens slutsats i rapporten 2006:19 ”Aktieindexobligationer – en utvärdering av de nya prospektreglerna” s. 18 att brister i prospekten ang. indexobligationer skall rättas till genom förbättrad granskning hos inspektionen.

<sup>48</sup> Jfr Svenska Fondhandlareföreningens skrift *Execution-only och okomplicerade finansiella instrument – särskilt vad gäller (aktie)indexobligationer*, där i princip samma ståndpunkt företräds.

bedömningen av huruvida indexobligationen är ett komplicerat instrument – får värdepappersinstitutet utgå ifrån en typisk kund (15 kap. 11 § 4 Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse); men av andra bestämmelser i VML följer att den slutliga lämplighetsbedömningen för en viss kund måste individualiseras (jfr också prop. 2007/08:115 s. 87 avseende de generella marknadsföringsreglerna).

(7) *Sammanfattande kommentarer ”okomplicerade instrument”*. – Det förefaller som om okomplicerade instrument kännetecknas av *transparens*. Vissa av instrumenten kännetecknas också av en hög grad av *likviditet*, men detta kännetecken förefaller inte vara det avgörande. Vad först gäller (a) aktier som tagits upp till handel på en reglerad marknad eller på en motsvarande marknad utanför EES torde dessa i praktiken ofta vara likvida i betydelsen ofta omsatta, men något krav på att sådana aktier verkligen är likvida handlar det inte om. Detta framgår bl.a. av att Kommissionen har preciserat vad som skall menas med begreppet ”likvida aktier”. En aktie som tagits upp till handel på en reglerad marknad anses inte automatiskt ha en likvid marknad. En likvid marknad har aktien om den handlas dagligen, antalet aktier som finns i allmän ägo uppgår till minst 500 miljoner euro och antalet transaktioner per dag uppgår till minst 500 *eller* den genomsnittliga omsättningen per dag uppgår till minst två miljoner euro (artikel 22 i genomförandeförordningen 1287/2006/EG; se även prop. 2006/07:115 s. 406). För aktierna förefaller därför snarare den transparens som följer av upptagandet till handel på en reglerad marknad ha varit avgörande. Vad gäller (b) penningmarknadsinstrumenten har jag ovan (avs. (3)) påpekat att penningmarknaden ofta uppfattas som en marknad för likviditet, men viktigare torde ha varit att också dessa instrument uppfattats som transparenta till sin natur (transparensen torde f.ö. vara en viktig grund för deras likviditet). Transparensen förefaller också ha varit det viktigaste kriteriet för (c) obligationer eller andra former av skuldförbindelser utan derivatinslag och (d) andelar i UCITS-fonder. Vad gäller (e) andra okomplicerade finansiella instrument visar inte minst Finansinspektionens ställningstagande beträffande indexobligationer och punkterna 2 och 4 i 15 kap. 11 § Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersrörelse att det är transparensen som är det avgörande för klassificeringen av ett visst instrument såsom okomplicerat.