

SVENSKA FONDHANDLARE FÖRENINGEN

De tolkningar som görs i denna PM är baserade på rättsläget vid tidpunkten för juristgruppens godkännande den 3 september 2019. Rättsläget kan dock komma att förändras med tiden. PM ska inte ses som en bindande rekommendation eller juridisk rådgivning och Fondhandlareföreningens medlemmar har full frihet att avvika från dess innehåll. Det är varje medlemsföretags ansvar att säkerställa att institutet uppfyller investerarskyddsreglerna i lagen om värdepappersmarknaden och andra regler som är tillämpliga på transaktionen.

Ang. tillämpningen av investerarskyddsreglerna i MiFID II vid primärmarknadstransaktioner

1. Bakgrund

Definitionen av investeringstjänsten ”utförande av order på kunders uppdrag” har ändrats i och med genomförandet av MiFID II.¹ Det framgår numera uttryckligen av 1 kap. 4 c § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LvpM) att hantering av investerares teckning vid ett värdepappersinstitutets emission av egna finansiella instrument omfattas av tjänsten.²

Enligt LvpM ska ett värdepappersinstitut i förhållande till en kund som tillhandahålls investeringstjänster uppfylla ett antal uppförande- och investerarskyddsregler (investerarskyddsregler), t.ex. kundkategorisering, informationsutbyte och passandebedömning m.m. Detta gäller även vid ”utförande av order på kunders uppdrag”.

En första fråga är således om det utvidgade tillämpningsområdet för ”utförande av order på kunders uppdrag” innebär att investerarskyddsreglerna i LvpM lagen blir tillämpliga när ett värdepappersinstitut ger ut egna finansiella instrument. Om så är fallet uppstår frågan hur ett värdepappersinstitut i praktiken ska gå tillväga för att uppfylla dessa krav, i synnerhet när det inte sedan tidigare föreligger ett befintligt kundförhållande med investeraren.

En andra fråga är om ändringarna i tjänsten ”utföra order för kunds räkning” även kan påverka praxis i situationen då ett värdepappersinstitut hjälper ett annat företag med en emission. Här kan ett värdepappersinstitut tillhandahålla emittenten olika tjänster. Institutet kan t.ex. bistå med rådgivning direkt till emittenten inför själva emissionen³ hjälpa till med

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

² ”... inbegripet ingående av avtal för att sälja finansiella instrument som utfärdats av ett värdepappersinstitut... vid tidpunkten för utfärdandet av dessa.”

³ För en bank faller det under bankoktrojen och för ett värdepappersbolag är det ett särskilt sidotillstånd.

att placera emitterade instrument hos investerare⁴ eller garantera hela emissionen⁵. Institutet kan även bistå emittenten med tekniskt och administrativt biträde vid emissionen och fungera som en länk mellan värdepapperscentralen och emittenten. När värdepappersinstitutet tillhandahåller emittenten sådan tjänst agerar institutet som s.k. emissionsinstitut.⁶

Utöver ovanstående kan ett värdepappersinstitut antingen självständigt, eller som en del i uppdraget, hitta investerare på marknaden för teckning i emissionen. I samband med detta kan institutet ge investeraren rådgivning avseende deltagande i emissionen.⁷

I syfte att minska de legala osäkerheterna kring hur investerarskyddsreglerna ska tillämpas vid vissa typer av primärmarknadstransaktioner har en arbetsgrupp inom

⁴ Vid placering av finansiella instrument kontakter institutet potentiella investerare på eget initiativ och tar emot investerarnas order. Ett sådant uppdrag från emittenten kan ske med eller utan fast åtagande att placera hela emissionen. Ett vanligt uttrycksätt är att institutet bygger en "bok" (av order från investerare). Inte sällan går emissionen tekniskt till så att institutet själv tecknar sig för hela eller delar av emissionen och sedan säljer de emitterade finansiella instrumenten till investerarna i egen räkning. Dessa tjänster omfattas av investeringstjänsterna utförande av order på kunders uppdrag, handel för egen räkning och, i förekommande fall, garantigivning avseende finansiella instrument och placering av finansiella instrument med ett fast åtagande.

⁵ Institutet åtar sig här kort och gott att köpa samtliga finansiella instrument som inte tecknas. Detta omfattas av investeringstjänsten garantigivning av finansiella instrument.

⁶ Emissionsinstitutet är här ett tekniskt och administrativt biträde som hjälper bolaget och Euroclear Sweden ("Euroclear") att genomföra emissionen gentemot aktieägarna enligt aktiebolagslagens regler och Euroclears regelverk. Vid företrädesemissioner är stegen i korthet följande. Emissionsinstitutet skickar för bolagets räkning ett emissionsuppdrag till Euroclear. Euroclear gör en utsökning i sina system per en viss avstämningsdag och bokar upp teckningsrätter på aktieägarnas vp-konton och, rörande förvaltarregistrerade aktier, på förvaltarens konto samt skickar ut emissionsredovisning med inbetalningskort till vp-kontoinnehavare och förvaltare. Emissionsinstitutet öppnar ett bankgirokonto för bolagets räkning till vilket inbetalning kan ske. Vp-kontoinnehavarna betalar in teckningslikviden direkt till bankgirokontot. Förvaltarna tar in teckningsinstruktioner från sina depåkunder, anmäler och betalar direkt till emissionsinstitutet. När full inbetalning skett – bankgirot, institutets emissionssystem och Euroclears system kommunicerar direkt med varandra – bokas BTA automatiskt in på berört vp-konto och förvaltarens konto. Emissionsinstitutet skriver bankintyg till bolagets rådgivare att full eller delvis full betalning skett som sköter resten av kommunikationen med bolaget och bolagsverket för registrering av emissionen. Aktieägare som vill teckna ytterligare aktier utan stöd av teckningsrätter samt vp-kontoinnehavare (som ej är aktieägare sedan tidigare) kan anmäla sig för subsidiär teckning /utan företräde. Anmälningssedeln tas fram av emissionsinstitutet på bolagets uppdrag och finns tillgänglig på bolagets hemsida. De investerare som har depåer vänder sig oftast till sina institut som mejlar anmälan direkt till emissionsinstitutet för samtliga sina kunders räkning. Bolaget beslutar om slutlig tilldelning och informerar emissionsinstitutet som underrättar investerare respektive förvaltare om bolagets beslutade tilldelning genom en nota som olika institut benämner olika: tilldelnings/emissions/avräkningsnota etc. Investeraren, för sin kunders räkning, betalar sedan in likviden. Efter att betalning skett utfärdar Emissionsinstitutet ett bankintyg samt en teckningslista för vidarebefordran till Bolagsverket. Efter det att registrering skett bokas aktier in på respektive VP-konto. Likviden betalas till bolaget efter att pengarna för de som tecknat med företrädesrätt inkommit. Samma sak gäller sedan för de som tecknat subsidiärt/utan företräde. Enligt prop. 2006/07:115 s.310 f begränsas investeringstjänsterna garantigivning och placering med ett fast åtagande och placering utan ett fast åtagande till att endast omfatta det som omfattas enligt MiFID. Övrig medverkan såsom att hjälpa emittenten med utformande av villkor och prospekt eller att ta hand om den praktiska hanteringen av anmälningssedlar, de finansiella instrumenten och betalningen får istället utföras under sidotjänsterna. För företag med tillstånd enligt BFL krävs inte sidotillstånd enligt MiFID för tjänster som har naturligt samband med tjänsten.

⁷ När ett institut ger råd till en potentiell investerare på detta sätt omfattas det av investeringstjänsten investeringsrådgivning

Fondhandlareföreningen tagit fram denna promemoria som sammanfattar gruppens tolkning av rättsläget. För att hantera en del av de praktiska problem som kan uppstå vid tillämpning av investerarskyddsreglerna vid vissa typer transaktioner lämnas även en del förslag på praktiska lösningar.⁸

2. Finansinspektionens slutrapport "Ett år med MiFID"

Nuvarande marknadspraxis vad gäller investerarskyddsreglernas tillämpning på primärmarknadstransaktioner har i stor utsträckning baserats på den vägledning som lämnades av Finansinspektionen (FI) i slutrapporten "Ett år med MiFID".⁹

I rapporten konstaterar FI inledningsvis att en primärmarknadstransaktion kan omfatta tillståndspliktig verksamhet - inte bara till emittenten - utan även i förhållande till de investerare som tecknar sig i en emission genom att värdepappersföretaget utför order för investerarens räkning.¹⁰ I dessa fall blir som utgångspunkt MiFID:s regler om investerarskydd tillämpliga. En avgörande faktor är dock enligt FI om investeraren och värdepappersinstitutet kan anses inleda ett **kundförhållande** i samband med transaktionen.

Av central betydelse är enligt FI om investeraren uppfattar att han inleder en kundrelation med värdepappersföretaget när han tecknar aktier genom betalning eller skickar in en anmälan om att förvärva finansiella instrument i en primärmarknadstransaktion. Det ligger på värdepappersföretaget att bedöma när ett kundförhållande uppstår, exempelvis genom att beakta:

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

FI ger också ett antal vägledande exempel som kan sammanfattas enligt följande:

Värdepappersföretagets egna kunder: FI anser att när institutet administrerar emission/erbjudande till egna kunder föreligger ett kundförhållande och då gäller investerarskyddsreglerna i MiFID.

Värdepappersföretaget hjälper en emittent att administrera en företrädesemission: FI anser att värdepappersföretaget normalt inte har en kundrelation med investerare som tecknar sig i en emission med stöd av företrädesrätt - förutsatt att detta inte kombineras med annan tillståndspliktig aktivitet, t.ex. rådgivning, eller att institutet aktivt marknadsför emissionen.

⁸ Analysen i denna PM om kundsskydd och investeringstjänsten utförande av order på kunders uppdrag påverkar inte frågan om primärmarknadstransaktioner ska transaktionsrapporteras. Den regleringen tar främst sikte på kontroll av marknadsmissbruk och inte investerarskydd.

⁹ Finansinspektionens slutrapport, "Ett år med MiFID, 2009-04-09"

¹⁰ Se prop. 2006/07:115 s. 303.

Värdepappersföretaget hjälper en emittent att administrera en emission/erbjudande utan företrädesrätt: FI anser att i de fall en emission utan företrädesrätt riktas till befintliga kunder (vilket FI har uppfattat vara det vanliga) så gäller investerarskyddsreglerna. I annat fall tillämpas samma princip som vid företrädesemission.

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

FI konstaterar också att i de fall en investerare tecknar sig för en emission eller ett erbjudande, utan att bli kund till företaget måste investeraren informeras särskilt om att inget kundförhållande föreligger. Inspektionen understryker att sådan information i sig inte är en faktor som påverkar bedömningen om ett kundförhållande har uppstått eller inte.

Frågan är om FIs praxis vad gäller betydelsen av ett "kundförhållande" fortfarande är relevant för bedömningen om investerarskyddsreglerna gäller vid primärmarknadstransaktioner efter MiFID II och den uppdaterade definitionen av "utföra order för kunders räkning".

3. Värdepappersinstitutets egna emissioner

När ett värdepappersinstitut emitterar egna instrument (som är finansiella instrument) som tecknas av en investerare så tillhandahåller institutet investeringstjänsten "utförande av kunders order". Detta följer numera direkt av den uppdaterande bestämmelsen i 1 kap. 4 c § LvpM. Konsekvensen blir att om ett värdepappersinstitut själv ger ut aktier, obligationer eller strukturerade produkter och tar emot teckningsanmälningar från investerare, så ska investerarskyddsreglerna i LvpM tillämpas. Detta gäller oavsett vilken typ av emission eller erbjudande det är frågan om (t.ex. företrädesemission eller riktad emission) och oavsett om det sedan tidigare föreligger ett befintligt kundförhållande med investeraren eller inte. I denna del är således uttalandena i Finansinspektionens slutrapport överspelade, vilket också konstateras i förarbetena.¹¹

Frågan är emellertid hur ett institut rent praktiskt ska gå tillväga för att tillämpa investerarskyddsreglerna vid sina egna emissioner av finansiella instrument. I förarbetena konstateras att detta är en fråga som rättstillämpningen måste lösa.¹²

Fondhandlareföreningen gör följande bedömning:

För det fall en investerare redan är kund i det emitterande värdepappersinstitutet, t ex för att denne köper andra investeringstjänster, torde institutet i de flesta fall ha tillgång till nödvändig information om kunden för att kunna uppfylla sina skyldigheter avseende kundkategorisering, informationsgivning eller passandebedömning.

För det fall investeraren inte är kund i det emitterande värdepappersinstitutet, utan i en annan bank, är det dock mer oklart hur instituten i praktiken ska gå tillväga för att uppfylla sina skyldigheter enligt MiFID.

¹¹ Se prop. 2016/17:162 s. 254.

¹² Se prop. 2016/17:162 s. 255.

Fondhandlareföreningens arbetsgrupp gör följande bedömning:

En väg att gå är att instituten även i dessa fall inleder ett kundförhållande på vanligt sätt med sedvanliga avtal, kundinformation, passandebedömning etc. Det uppställs sålunda som krav för att en investerare ska kunna teckna sig i emissionen att de samtidigt blir kund i institutet.

Vid företrädesemissioner där det närmast råder en lagkonkurrens mellan aktieägarens absoluta rätt att delta i aktiebolagets, dvs. värdepappersinstitutets, emission enligt aktiebolagslagen och investerarskyddsreglerna i LvpM, kan en annan möjlig väg vara att fullgöra lagens skyldigheter genom att ta in viss information i teckningssedel. Om institutet vill tillhandahålla informationen till kund elektroniskt t.ex. på hemsida behövs kundens samtycke.¹³

Information bör åtminstone omfatta följande områden:

- Information om institutet
- Information om risken med det relevanta finansiella instrumentet
- Information om ev. kostnader och avgifter
- Kundkategorisering
- Intressekonflikt, t.ex. ersättningar till och från tredje part som är knutna till den aktuella emissionen

Vidare bör institutet via teckningssedeln inhämta kundens godkännande av:

- Utförande av order utanför reglerad marknad
- Riktlinjer för bästa orderutförande (best execution)

En passandebedömning ska enligt LvpM utföras om det är fråga om utförande av order avseende komplicerade instrument eller kraven s.k. execution only inte är uppfyllda. I bilaga 1 finns exempel på hur sådana texter kan utformas.

Det är arbetsgruppens bedömning att kraven på bästa orderutförande (best execution) vid en primärmarknadstransaktion får anses uppfyllda mot bakgrund av att alla investerare får teckna till samma pris.¹⁴

4. Värdepappersinstitutets biträde till en fristående emittent

Den uppdaterade lydelsen av 1 kap. 4 c § LvpM omfattar enbart situationen då ett värdepappersinstitut emitterar egna finansiella instrument. Ett värdepappersinstitut kan emellertid också hjälpa andra bolag att genomföra en emission. Som framgår i avsnitt 1 ovan kan värdepappersinstitutet tillhandahålla det emitterande aktiebolaget olika tjänster och uppträda i olika roller. Frågan här är om värdepappersinstitutet i sina olika roller omfattas av investeringstjänsten utförande av order för kunders räkning och därmed om MIFID:s investerarskyddsregler blir tillämpliga.

Det kan konstateras att det enda som skiljer MIFID I och MIFID II såvitt avser definitionen av utförande av order för kunders räkning är att det tillkommit skrivningar som gör att

¹³ Artikel 3.2 i den delegerade förordning 2017/565. Notera att enligt ordalydelsen i c) ska kund notifieras elektroniskt om webbplatsen. När fysiska teckningssedlar används bör det enligt arbetsgruppens mening räcka med att hänvisningen på teckningssedeln även om den inte är elektronisk.

¹⁴ Det är arbetsgruppens tolkning att artikel 65.1 i den delegerade förordningen 2017/565 om "specifik instruktion" från kund är uppfyllt i dessa fall.

definitionen numera även omfattar värdepappersinstitut som ger ut egna finansiella instrument.

I propositionen till de senaste ändringarna av lagen om värdepappersmarknaden återger man bl.a. tidigare förarbetsuttalande om att värdepappersinstitut borde anses tillhandahålla tjänsten utförande av kundorder i fråga om primärmarknadstransaktioner, t.ex. om institutet utför en kundorder som avser teckning av aktier.¹⁵ Man återger också utredningens beskrivning av de praktiska problem som uppkommer när ett värdepappersinstitut ska försöka tillämpa MIFID:s investerarskyddsregler på investerare som institutet inte har någon kundrelation till. Beskrivningen riktar framför allt in sig på de fall då institutet själv emitterar finansiella instrument, men påpekar kort att samma praktiska problem kan uppstå då institutet bistår ett annat institut vid en emission. Man avslutar med att säga att rättstillämpningen får lösa de problem som kan uppkomma pga. att definitionen av utförande av order numera omfattar värdepappersinstitut som ger ut egna finansiella instrument.

Såvitt arbetsgruppen förstår har lagstiftaren inte haft för avsikt att ändra praxis mer än att införa det utvidgade ansvaret för värdepappersinstitut som ger ut egna finansiella instrument. Det verkar också klart att lagstiftarens avsikt är att de praktiska problem som den nya regleringen kan medföra får lösas av rättstillämpningen.

Fondhandlareföreningens arbetsgrupp gör följande bedömning:

Fls tidigare tolkning av kundbegreppet och av omfattningen på investeringstjänsten utförande av order för kunders räkning är både välavvägd och alltjämt gällande. Det gäller särskilt som man låter investerarens förväntningar vara vägledande för om denne ska betraktas som kund eller inte, och dessutom tar hänsyn till vilken kontakt ett värdepappersinstitut faktiskt har med investeraren. Gruppen delar Fl:s syn på att institutet ska göra en sammanvägning av alla relevanta omständigheter.

Som nämnts tidigare kan ett värdepappersinstitut tillhandahålla ett bolag olika tjänster i anslutning till en emission. Det kan t.ex. vara att ge emittenten råd inför en emission, att institutet garanterar emissionen eller att institutet åtar sig att vara emissionsinstitut. Såvitt avser de första tjänsterna omfattas de av särskilda investeringstjänster i lagen om värdepappersmarknaden och det finns inget gränssnitt mot en slutlig investerare.¹⁶

När det gäller tjänsten att agera emissionsinstitut är institutets kontakt mot en existerande aktieägare vid en företrädesemission närmast obefintlig: institutet tar emot inbetalning av likvid på ett bankgirokonto öppnat av institutet för emittentens räkning. För investerare som inte har företrädesrätt och önskar anmäla sitt intresse för teckning är kontakten något större. Institutet tar emot anmälningssedlar som institutet sammanställer och vidarebefordrar sedan teckningsintresset till bolaget. Bolaget meddelar emissionsinstitutet sitt beslut om vilka investerare som fått tilldelning och hur mycket. Emissionsinstitutet underrättar sedan investeraren om tilldelningen som sedan betalar in likviden för de tilldelade aktierna.¹⁷ Aktieteckningen är en transaktion mellan emittenten och tecknaren, även om emissionsinstitutet har hanterat teckningslistan. Emissionsinstitutet är endast en

¹⁵ Se prop. 2016/17:162 s. 254 och 255.

¹⁶ Se avsnitt 1. Bakgrund och not 4 och 6.

¹⁷ Se avsnitt 1. Bakgrund och not 6.

administrativ och teknisk mellanhand. För de investerare som har vp-konto eller depå hos ett annat institut är det också svårt att se att dessa skulle uppfatta sig som kund hos emissionsinstitutet.

Mot den bakgrunden och givet den mycket begränsade kontakt som ett emissionsinstitut har med investeraren i sin roll som emissionsinstitut är det således gruppens mening att det inte uppstår ett kundförhållande mellan emissionsinstitutet och investeraren och att emissionsinstitutets verksamhet inte omfattas av investeringstjänsten utförande av order för kunders räkning.

För att tydliggöra detta förhållande bör en informationstext tas in på teckningssedeln.

Exempel:

Teckning vid företrädesemission utan kundförhållande

[Institutet] hanterar administrativa uppgifter i erbjudandet på uppdrag av emittenten. Detta innebär inte i sig att [Institutet] utför en investeringstjänst i förhållande till den som tecknar eller att det uppstår ett kundförhållande med denne. Att den som tecknar inte betraktas som kund medför att reglerna om skydd för investerare i lagen om värdepappersmarknaden (t.ex. kundkategorisering eller passandebedömning) inte tillämpas på placeringen.

Ett värdepappersinstitut kan dock utöver att vara emissionsinstitut även utföra andra tjänster åt emittenten (än de ovan angivna) där institutet agerar och interagerar mer direkt mot investeraren. Dessa tjänster kan inte sällan utgöra investeringstjänster, t.ex. att placera emissionen på marknaden eller ge råd till investeraren. I den verksamheten blir givetvis investerarskyddsreglerna i LvPM tillämpliga.

5. Avslutande kommentar

Sammanfattningsvis är det således arbetsgruppens uppfattning att FI:s praxis är överspelad vad gäller sådan verksamhet som omfattas av bestämmelsen i 1 kap. 4 § LvPM lagen, dvs. vid värdepappersinstitutens egna emissioner. Vid andra typer av primärmarknadstransaktioner är dock även fortsättningsvis viktigt att överväga om det föreligger ett kundförhållande med investeraren eller inte. Hur investeraren uppfattar situationen är härvid en viktig faktor liksom om institutet samtidigt tillhandahåller andra investeringstjänster såsom rådgivning eller placeringstjänster.