



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2018

## MIFID II

En undersökning av direktivets påverkan på förtroendet och informationsasymmetrin hos  
investorerare på den svenska värdepappersmarknaden

Författare:

Linnea Börjesson

Anna Danfors

Rrezarta Reci

Handledare:

AnaMaria Cociorva

## **FÖRORD**

Genom denna uppsats är förhoppningen att skapa en förståelse för hur förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden påverkas av MiFID II. Vi hoppas även att uppsatsen ska inspirera vidare forskning.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare AnaMaria Cociorva för hennes tid och kunskap under vårt uppsatsskrivande. Vidare vill vi även tacka samtliga respondenter som tagit sig tid att ställa upp i intervjuer och dela med sig av sin kunskap, och som gjort denna uppsats möjlig.

Linnea Börjesson

Anna Danfors

Rrezarta Reci

## **ABSTRAKT**

**Titel MiFID II** - En undersökning av direktivets påverkan på förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden

**Seminariedatum** 2018-06-01

**Kurs** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15HP

**Författare** Linnea Börjesson, Anna Danfors, Rrezarta Reci

**Handledare** AnaMaria Cociorva

**Nyckelord** MiFID I, MiFID II, investerarskydd, trust behaviour, informationsasymmetri

**Syfte** Syftet med studien är att undersöka hur MiFID II påverkar förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden genom att undersöka områdena investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande och genomlysning.

**Metod** För att besvara studiens syfte har en kvalitativ metod med en induktiv ansats använts.

**Teoretiska perspektiv** Studien tar sin grund i två teorier; trust behaviour och informationsasymmetri. Trust-behaviour behandlar vilken inverkan en investerares förtroende har för hur denne agerar på värdepappersmarknaden och vad som påverkar detta förtroendet. Informationsasymmetri handlar om hur graden av tillgång till information mellan olika investerare påverkar deras beslut på värdepappersmarknaden.

**Empiri** Studiens empiri består av en dokumentstudie av MiFID II samt intervjuer med sex personer som besitter mycket kunskap inom området.

**Resultat** Studien visar att MiFID II huvudsakligen påverkar förtroende hos investerare positivt, men att det även finns vissa specifika förändringar som direktivet medför som kan göra att förtroendet delvis försämras. Vidare visar studien också att MiFID II främst bidrar till att minska informationsasymmetrin mellan investerare.

## **ABSTRACT**

**Title** MiFID II - En undersökning av direktivets påverkan på förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden

**Seminar date** 2018-06-01

**Course** FEKH89, Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS

**Authors** Anna Danfors, Linnea Börjesson, Rrezarta Reci

**Advisor** AnaMaria Cociorva

**Key words** MIFID I, MIFID II, investor protection, trust behaviour, information asymmetry

**Purpose** The purpose of this study is to investigate how MiFID II has affected investors trust behaviour and information asymmetry on the Swedish securities market by studying investor protection, trading platforms, best execution and transparency.

**Methodology** In this study a qualitative method with an inductive approach has been used.

**Theoretical perspective** This study is based on two theories, trust behaviour and information asymmetry. Trust behaviour discusses the impact an investors trust has on its decisions on the securities market. Furthermore, the theory explains the factors that affects the investors trust. Information asymmetry explains how the level of accessible information between different investors affect their decisions on the securities markets.

**Empirical foundation** The empirical foundation is based on a document study on MiFID II and six interviews performed with people that have extensive and deep knowledge within MiFID II.

**Conclusions** The conclusion of this study is that MiFID II will mainly have a positive impact on investors trust on the Swedish securities market. However, some regulations in MiFID II may result in negative impact on the investors trust. Furthermore, the information asymmetry between investors will decrease due to the new regulation.

## **DEFINITIONER OCH BEGREPP**

**Bästa orderutförande** - Värdepappersinstitut måste vidta samtliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat utifrån en helhetsbedömning vid utförandet av order.

**Fragmentering** - Fragmentering innebär att värdepappershandel delas upp och att en aktie kan handlas på flera olika marknadsplatser.

**ISD** - Investment Service Directive. Direktivet som reglerade värdepappersmarknaden innan MiFID I.

**Lamfalussyprocessen** - EU:s regleringsprocess uppkallad efter Alexandre Lamfalussy. Syftet med processen är att skapa en mer effektiv och smidig regelimplementering för att harmonisera värdepappersmarknaden.

**MiFID** - Markets in Financial Instruments Directive. MiFID är ett EU-direktiv med syfte att harmonisera reglerna på värdepappersmarknaden inom EU och att öka investerarskyddet.

**MiFIR** - Market in Financial Instruments Regulations. MiFIR är en förordning som kom i samband med MiFID II och som behandlar reglerna om genomlysning och rapportering.

**MTF** - Multilateral handelsplattform där aktier och andra finansiella instrument får handlas.

**OTF** - Organiserad handelsplattform. På en OTF får endast obligationer och derivatinstrument handlas.

**OMX** - Index för samtliga aktier på Stockholmsbörsen.

**SME-företag** - Står för Small and Medium-sized Enterprises. Klassificering baseras på antal anställda och årsomsättning.

**Värdepappersinstitut** - Samlingsbegrepp för institut med tillstånd från Finansinspektionen att bedriva värdepappershandel.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING.....	8
1.1 BAKGRUND.....	8
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	9
1.3 SYFTE.....	11
1.4 PROBLEMFÖRMULERING.....	11
1.5 AVGRÄNSNING.....	12
1.6 MÅLGRUPP.....	12
1.7 VÅRT BIDRAG.....	12
2. TEORETISK REFERENSRAM.....	13
2.1 TRUST BEHAVIOUR, FÖRTROENDE.....	13
2.2 INFORMATIONASASYMMETRI PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN.....	15
3. PRAKTISKT REFERENSRAM.....	17
3.1 ÖVERGRIPANDE OM MiFID I OCH MiFID II.....	17
3.2 INVESTERARSKYDD.....	18
3.2.1 MiFID I.....	18
3.2.2 MiFID II.....	18
3.3 HANDELSPLATTFORMAR.....	19
3.3.1 MiFID I.....	19
3.3.2 MiFID II.....	19
3.4 BÄSTA UTFÖRANDE.....	20
3.4.1 MiFID I.....	20
3.4.2 MiFID II.....	20
3.5 GENOMLYSNING.....	21
3.5.1 MiFID I.....	21
3.5.2 MiFID II.....	21
4. METOD.....	22
4.1 KVALITATIV METOD.....	22
4.2 INDUKTIV METOD.....	22
4.3 DATAINSAMLING.....	23
4.4 LITTERATURSTUDIE.....	23
4.5 INTERVJUER OCH URVAL AV RESPONDENTER.....	24
4.6 VAL AV TEORETISK REFERENSRAM.....	26
4.7 METODPLAN.....	27

4.7.1 RELIABILITET.....	27
4.7.2 VALIDITET .....	28
4.7.3 KRITIK TILL METODVAL OCH KÄLLOR .....	29
5. EMPIRI.....	31
5.1 DOKUMENTSTUDIE .....	31
5.1.1 INVESTERARSKYDD .....	31
5.1.2 HANDELSPLATTFORMAR.....	32
5.1.3 BÄSTA UTFÖRANDE .....	33
5.1.4 GENOMLYSNING .....	33
5.2 SAMMANFATTNING AV FÖRÄNDRINGARNA MELLAN MIFID I OCH MIFID II.....	35
5.3 INTERVJUER .....	36
5.3.1 RESPONDENTER.....	36
5.3.2 INVESTERARSKYDD .....	37
5.3.3 HANDELSPLATTFORMAR.....	39
5.3.4 BÄSTA UTFÖRANDE .....	41
5.3.5 GENOMLYSNING .....	42
6. ANALYS .....	44
6.1 INVESTERARSKYDD .....	44
6.2 HANDELSPLATTFORMAR.....	46
6.3 BÄSTA UTFÖRANDE .....	47
6.4 GENOMLYSNING .....	48
7. SLUTSATS.....	50
7.1 SLUTSATS.....	50
7.2 DISKUSSION.....	51
7.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	53
REFERENSER .....	54
BILAGA 1- INTERVJUMALL	

# 1. INLEDNING

*Detta avsnitt har för avsikt att fånga läsarens intresse. Inledningsvis presenteras ett stycke om varför det valda ämnet är aktuellt och av intresse, för att sedan ledas in på en problemdiskussion. Uppsatsens syfte, problemformulering, avgränsning, målgrupp och bidrag kommer även att behandlas.*

## 1.1 BAKGRUND

Inom EU är det inte enbart varor, tjänster och människor som rör sig fritt, utan även kapital. Det tidigare direktivet Investment Service Directive, vidare benämnt ISD, från 1993 ansågs inte längre kompatibelt nog för gränsöverskridande investeringar inom EU. En avsaknad av tydlig struktur för hur konkurrens mellan börs- och handelsplatser bör gå till samt ett behov av ett förbättrat investerarskydd, både för befintliga investerare men även för att attrahera nya sådana, medförde att förslaget om Markets in Financial Instruments Directive, härnäst benämnt MiFID I, antogs under 2004. Det ersatte sedan ISD år 2007 när det implementerades (SOU 2006:50, European Commission, 2018).

Under finanskrisen 2008 blev det dock bevisat att det förekom en del brister i regelverket. Således trädde MiFID II i kraft den 3 januari 2018 som en moderniserad, mer utvecklad version av MiFID I. I samband med den förnyade versionen tillkom även förordningen MiFIR, Market in Financial Instruments Regulations. Här återfinns reglerna kring genomlysning och rapportering (Nordea, u.å.). Grundtanken med det vidareutvecklade regelverket är densamma som i MiFID I – en minskad informationsasymmetri, ett ökat investerarskydd och förtroende samt förbättrad genomlysning (ESMA, u.å.).

Man har i vidareutvecklingen av MiFID II genomfört majoriteten av förändringarna inom områdena investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande samt genomlysning. Det var även främst inom dessa områden som informationsasymmetrin och förtroendet påverkades negativt som följd av finanskrisen 2008. Förhoppningen med bland annat den förbättrade genomlysningen i MiFID II är att samtliga investerare ska ha möjlighet att ta del av samma typ av information. Detta då det tidigare rått informationsasymmetri på värdepappersmarknaden, vilket innebär att olika investerare haft tillgång till olika typer av information vilket i sin tur påverkat deras



handelsmönster. Att kvaliteten på genomlysning och de strängare kraven på delgivning av information för handelsplattformar minimerar nivån av informationsasymmetri bekräftas av Brown och Hillegeist (2007) som konstaterar att en ökad genomlysning bidrar till att minska just den informationsasymmetri som riskerar att drabba investerare. Ytterligare en faktor som påverkar investerarens handelsmönster är förtroendet för värdepappersinstitut där regelverk och investeringsrådgivare har en viktig roll för hur investerare agerar på marknaden (Stout, 2002). Avsikten med MiFID II är således bland annat att förbättra genomlysningen och investerarskyddet på värdepappersmarknaden så att informationsasymmetrin mellan investerare kan minska och förtroendet för värdepappersmarknaden öka (Bolund, 2017 s. 608).

## 1.2 PROBLEMDISKUSSION

Inderst (2009, a.459-460) skriver om att investerarskydd på värdepappersmarknaden är viktig, där han belyser två olika synsätt. Det första är att investerare behöver skyddas gentemot bland annat värdepappersinstitut och den möjligtvis missledande marknadsföringen och aggressiva försäljningsstrategi dessa aktörer har. Det andra synsättet, som kan uppfattas som något kontroversiellt, är att investerare måste skyddas gentemot sig själva. Inderst menar att även när en investerare har tagit del av all tillgänglig information, kan välja mellan flertalet olika produkter och tjänster samt har tillgång till värdefull rådgivning ändå inte är kapabel till att, på egen hand, fatta beslut som stämmer överens med deras egna långsiktiga intresse. Istället menar Inderst är kontrollinstanserna och samhällets uppgift att anta sig den rollen. Dock konstateras det att det första synsättet, att skydda investerare mot andra aktörer såsom värdepappersinstitut, är det centrala till varför investerarskydd behövs eftersom det är instituten och aktörerna som kan missleda investerarna och de investeringsbeslut de tar vilket således kan påverka investerarnas förtroende för värdepappersmarknaden negativt.

Vidare var syftet med MiFID I att förbättra EU:s värdepappersmarknad samtidigt som konkurrensen och effektiviteten skulle öka. Dessutom skulle det bidra till mer rättvisande priser, allt till fördel för investerarna. I samband med MiFID I infördes även multilaterala handelsplattformar, så kallade MTF:er, och bidrog till att konkurrens skapades gentemot traditionella börser med utlovande om snabbare avslut och lägre kostnader, vilket i MiFID benämns som bästa utförande. Införandet av dessa handelsplattformar har resulterat i en ökad

fragmentering av handeln då den nu delas upp på olika handelsplattformar. Med anledning av detta undersökte Nordgaard och Willix (2008) effekterna av MiFID I ur en konkurrenssynvinkel. De kunde i sin studie konstatera att MiFID I påverkat konkurrens på värdepappersmarknaden och att detta lett till den fragmentering som uppstått. Detta grundar de bland annat på att börshandeln fragmenterats då OMX och andra traditionella börser gått samman, och även genom att banker gått ihop, och startat MTF:er. Ett konkret exempel på detta är när OMX och Nasdaq gick ihop och startade Pan European Market. Fragmenteringen av handeln har lett till att informationsasymmetrin mellan investerare har ökat eftersom det krävs en mer omfattande informationsinsamling från de olika handelsplattformarna för att kunna fatta investeringsbeslut. Detta har resulterat i att gapet mellan informerade och oinformerade investerare ökat.

Ytterligare en studie där effekterna av fragmentering undersökts är av Degryse, de Jong och van Kervel (2011) som genomförde en studie av den holländska marknaden. De kom fram till att införandet av MiFID I lett till fragmentering av orderflödet vilket försvårar möjligheten för investerare att hitta en motpart att genomföra sin affär med. Om en investerare innehar mer information än en annan investerare kan det leda till att den oinformerade investeraren har svårigheter att hitta en motpart att genomföra sin affär med då den befinner sig i ett informationsunderläge. Detta bygger på en informationsasymmetri som föreligger mellan investerarna och som kan resultera i att oinformerade investerare väljer att lämna marknaden medan de informerade väljer att utnyttja informationen till sin fördel. För att motverka en marknad där en grupp av investerare riskerar att hamna i underläge relativt de andra krävs att informationsasymmetrin minskar. Detta kan exempelvis ske genom en ökad reglering av mängden information värdepappersinstitut och handelsplatser är skyldiga att redovisa, något som görs i MiFID II genom ökade krav på genomlysning.

Finansinspektionen (2004) påvisade brister i bästa utförande under en granskning som gjordes år 2004. De kunde bevisa att information till kunder kring hur ordrar genomförts var bristfällig. Man kunde även i granskningen se att det saknades tydliga rutiner för att kontrollera att ordrar utförs på bästa sätt. Finansinspektionen gick därför efter granskningen ut med att det på den svenska värdepappersmarknaden behövde genomföras en åtgärd snarast. Detta för att upprätthålla ett starkt investerarskydd.

Ett antal år efter att MiFID I varit implementerat slog finanskrisen till 2008 och påvisade flera brister med regelverket. Som följd påverkades investerares förtroende för värdepappersmarknaden. Enligt Stout (2002) grundar sig handeln på värdepappersmarknaden på att majoriteten av investerare har ett tillitsfullt beteende vilket innebär att de har ett stort förtroende för värdepappersinstitut. Detta förtroende påverkades dock negativt i samband med finanskrisen. Eftersom förtroende beskrivs som en viktig faktor för en välfungerande värdepappersmarknad av Stout (2002) så är det av intresse att undersöka hur investerarnas förtroende för värdepappersmarknaden och instituten på den påverkas av MiFID II.

Målet med MiFID I var alltså att skapa ett bättre skydd för investerare samtidigt som förtroendet och informationsasymmetrin skulle förändras åt det bättre. Efter regelverkets implementering har aspekter belysts som visar på att det däremot inte är helt felfritt. Inte minst har detta visat sig genom den förvirring som informationsflödet från de nya marknadsplatserna medfört. För att kunna säkerställa det fortsatta investerarskyddet på värdepappersmarknaden arbetade EU därför fram en uppdaterad version av regelverket, MiFID II, för att återuppbygga förtroendet och reducera informationsasymmetrin. Slutligen bedöms det därför både relevant och intressant att undersöka hur förändringarna i MiFID II påverkar förtroendet och informationsasymmetrin hos investerarna.

### 1.3 SYFTE

Syftet med denna studie är att undersöka hur MiFID II påverkar förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden genom att studera investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande samt genomlysning.

### 1.4 PROBLEMFÖRMULERING

Utifrån syftesformuleringen har författarna för avsikt att besvara nedan frågeställning:

- Hur påverkar MiFID II förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på svenska värdepappersmarknaden?

## 1.5 AVGRÄNSNING

MiFID är ett brett och omfattande regelverk där det finns flera infallsvinklar att studera. Avgränsningen för denna studie inom regelverken MiFID I och MiFID II har gjorts till investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande och genomlysning. Avgränsningen till dessa områden av direktivet baseras på att det är inom dessa områden som författarna vid studie av direktivet funnit att de främsta förändringarna för investerarna skett.

Med hänsyn till uppsatsens omfattning är studien avgränsad till att undersöka den svenska värdepappersmarknaden. Vidare kommer inte samtliga värdepappersinstitut på den svenska marknaden att undersökas då det inte är rimligt med avseende på uppsatsens omfattning.

## 1.6 MÅLGRUPP

Denna uppsats riktar sig primärt till akademiker med tidigare kunskap om den svenska värdepappersmarknaden samt investerare och institut på denna marknad.

## 1.7 VÅRT BIDRAG

Tidigare uppsatser inom området för MiFID II har inte behandlat hur investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande samt genomlysning påverkar informationsasymmetri och förtroende på värdepappersmarknaden, vilka man hade för avsikt att förbättra regleringen kring i MiFID II. Tidigare studier har undersökt och granskat hur MiFID I påverkat dessa områden, men eftersom MiFID II är ett relativt nytt och vidareutvecklat direktiv anses en studie av detta både relevant, intressant och aktuellt. Eftersom studier likt denna inte har gjorts för MiFID II finns där i dagsläget ett empiriskt gap mellan MiFID I och MiFID II vilket denna uppsats har som förhoppning att kunna överbrygga.

## 2. TEORETISK REFERENS RAM

*I den teoretiska referensramen kommer två teoretiska resonemang att presenteras. I första delen av avsnittet behandlas Trust behaviour, med andra ord förtroende, för att sedan gå över till informationsasymmetri. Dessa kommer vidare att användas för att analysera empirin.*

### 2.1 TRUST BEHAVIOUR, FÖRTROENDE

Enligt Stout (2009, s.2-5) finns det två typer av investerare; rationella och tillitsfulla investerare. Majoriteten av individerna som investerar i värdepapper är dock inte rationella, utan tillitsfulla investerare. Den rationella investerarens beteende kan liknas vid ett schackspel där denna investerare alltid förutsätter att motparten är oberäknelig, och därav inte litar på någon. Istället förutsätts att motparten, såsom ett värdepappersinstitut, kommer att stjäla från hen så fort tillfälle ges, och av samma anledning skulle därför en rationell investerare aldrig förtro någon annan att förvalta dennes pengar förrän hen var helt säker på att pengarna inte kunde försvinna på något sätt. En rationell investerare skulle alltså göra en grundlig analys gällande företaget som emitterat värdepapper för att undvika att bli bedragen och för att försäkra sig om både värdepappersinstitutet och värdepapprets existens och är därmed inte i behov av direktiv eller obligatoriska lagar som skyddar investerare mot bedrägeri från värdepappersinstitut (Stout, 2002, s. 411). För att värdepappersmarknaden ska fungera med rationella investerare kräver de dock att det finns regelverk som skyddar investeraren gentemot värdepappersinstitut eftersom denna typ av investerare kommer avstå från att investera om den upptäcker att det finns möjlighet för institut att bedra eller utnyttja investeraren. Bristande regelverk kan därmed argumenteras till att det påverkar främst värdepappersinstitutet och inte investeraren eftersom investerare inte kommer att handla om de inte kan försäkra sig att de inte kommer bli bedragna (Stout, 2002 s. 412). Alla investerare hade velat vara rationella men eftersom det är för tidskrävande och då kunskaper inom många olika områden krävs för att kunna utföra analyser är detta inte praktiskt möjligt (Baker & Nofsinger, 2010, s.514-515). Således beskriver Stout (2002, s.2-6) att logiskt sett tillhör inte majoriteten av investerare på de värdepappersmarknaden denna typen, utan snarare den andra, det vill säga den tillitsfulla investeraren.

Den tillitsfulla investeraren är dock inte en irrationell person utan denna investerare väljer att förlita sig på vissa människor och vissa institutioner, såsom värdepappersmarknaden och dess

aktörer, som denne anser vara tillförlitliga och därmed har förtroende för. Vad som anses vara tillförlitligt kräver inte särskilt mycket informationsinhämtning för denna typen av investerare, utan istället beror förtroendet på tidigare erfarenheter. Beteende som kallas för tillitsbeteende har tre karaktäristiska drag. Det första draget är att man är medveten om att man försätter sig själv i en sårbar position, utan sårbarhet finns det inget förtroende. Det andra draget är att ens motpart kan dra nytta av ens sårbarhet. Det tredje och sista draget är att man inte tror att motparten som man är sårbar gentemot kommer nyttja sin ställning trots att det finns frestelse och fördel för motparten (Stout & Blair, 2001).

Vidare beskriver Berg, Dickhaut och McCabe (1995) ett så kallat "trust game" där man undersökt förtroendet människor emellan. I undersökningen kunde man konstatera att människor, generellt sett, förlitar sig på obekanta, alltså inte endast på människor de känner, utan även på datorer, främlingar och aktörer på de värdepappersmarknaden. Man kom även fram till att människor i verkligheten, i majoriteten av fallen, väljer att lita på andra och att de människor som blir förlitade på också oftast agerar tillitsfullt tillbaka. Detta medför att när två parter väljer att lita på varandra så vinner båda på det. Detta i sin tur innebär att förtroende är en nyckelingrediens på värdepappersmarknaden och att det dessutom präglar människors investeringsprocesser.

Stout (2002, s 429) skriver att den tillitsfulla investeraren möjligtvis inte förlitar sig helt på investeringsrådgivare vid handel på värdepappersmarknaden. Den tillitsfulla investerarens beteende på marknaden beror på att det finns ett förtroende för de regelverk som skyddar investerarna. Att investerare har ett högt förtroende för lagar och regelverk och även värdepappersmarknaden har man undersökt via experiment och studier där man sett att investerare har ett förtroende för komplexa system och institutioner på samma sätt de har ett förtroende för andra människor. Investerarnas förtroende för värdepappersmarknaden som inkluderar investeringsrådgivare och regelverk förklarar varför de är villiga att investera och handla på värdepappersmarknaden (Stout, 2002 s.426-428).

Att värdepappersmarknaden idag har växt till den storleken den är idag beror på att majoriteten av investerare har just ett tillitsfullt beteende. Det är därmed viktigt att dessa investerare skyddas och att deras behov uppfylls. Denna typen av investerare, till skillnad mot den rationella investeraren,

kan utnyttjas och det är därmed viktigt att det finns lagar och regelverk som skyddar dem på värdepappersmarknaden. Detta eftersom den tillitsfulla investeraren handlar på värdepappersmarknaden trots att den inte har stor kunskap om de regelverk som finns samt om de värdepapper de köper (Stout, 2002 s.431).

Slutligen beskriver Stout (2002, s.12-14) ytterligare ett fenomen som förklarar att även sofistikerade investerare kan bli bedragna som följd av att de förlitar sig på deras tidigare erfarenheter snarare än att de tar hänsyn till de rådande förhållandena. Viktigt att nämna är att även om den tillitsfulla investeraren kan utnyttjas en gång så kommer dennes förtroende att påverkas. Investeraren kommer inte att ha samma tillit fortsättningsvis i sina investeringar eftersom förtroendet baseras på investerarens tidigare erfarenheter. Det kommer dessutom ta tid innan investerarens förtroende återuppbyggs och börjar handla igen även om det bakomliggande problemet är löst (Stout, 2002 s. 434). Utifrån detta spelar alltså förtroendet en viktig roll för värdepappersmarknaderna. Det är dessutom viktigt att förstå hur "trust behaviour" fungerar för att verkligen skapa sig en förståelse för hur värdepappersmarknaden i sin tur fungerar och för de beslut som investerare gör.

Colombo (2010, s.600) skriver även han om hur förtroende påverkar värdepappersmarknaden. Han beskriver förtroendet som en kritisk ingrediens för en välfungerande värdepappersmarknad. Eftersom den finansiella industrin generellt sett drivs av ekonomiska angelägenheter, och dessutom är opersonlig, menar han att det på värdepappersmarknaderna råder kognitivt förtroende snarare än känslomässigt förtroende, som baseras på erfarenheter, värderingar och känslor. Slutligen skriver han att den höga graden av reglering som kännetecknar den finansiella industrin därför är väldigt känslig.

## 2.2 INFORMATIONASYMMETRI PÅ VÄRDEPAPPERSMARKNADEN

Informationsasymmetri kan uppstå när en eller flera investerare innehar privat information om ett företags värde. Asymmetrin skapar en skev fördelning på värdepappersmarknaden eftersom de investerare som innehar information kommer att använda sig av den på ett fördelaktigt sätt gentemot de oinformerade investerarna (Brown & Hillegeist, 2007, s.446).

Brown och Hillegeist (2007, s.446-447, 472) diskuterar huruvida ett företags kvalitet på genomlysning påverkar nivån av informationsasymmetri. Till att börja med tar man upp hur nivån av genomlysning påverkar hur oinformerade investerare agerar på marknaden. Det är nämligen vanligare att oinformerade investerare väljer att investera i företag som för dem är välkända och som de därmed bedömer trovärdiga. Om en ökad nivå av genomlysning bidrar till att ett företag synliggörs mer, och uppfattas som mer genomlyst, kommer det att leda till att företagets aktie handlas mer frekvent av just oinformerade investerare. Detta eftersom att de då troligtvis kommer att bedöma detta företag som mer välkänt. Fortsättningsvis tar författarna också upp att tidigare forskning pekar på att om fler oinformerade investerare handlar i större utsträckning attraherar det informerade investerare att också handla mer. Detta bevisas genom att man påvisat att mängden informerade investerare varierar i proportion till mängden oinformerade investerare. Man förväntar sig att antalet oinformerade investerare ökar, då kvaliteten på genomlysning förstärks. Slutligen konstateras det att det finns ett positivt samband mellan kvaliteten av genomlysning och handeln av oinformerade investerare, vilket indikerar att en ökad genomlysning hjälper till att minska den informationsasymmetri som drabbar de oinformerade investerarna.

Healy och Palepu (2001 s.407-408) skriver om att finansiell rapportering och genomlysning är viktiga faktorer för företag i kommunikationen med deras investerare för att minska den informationsasymmetri som ofta föreligger mellan företag och investerare. Till att börja har företagen oftast tillgång till mer och bättre information än vad investerarna har, dels gällande vilka möjligheter företaget har framöver men även gällande företagets incitament till att överprestera. Således står investerarna inför ett informationsproblem som Healy och Palepu (2001) benämner som "lemons problem". Lemons problem uppstår till följd av informationsasymmetri och de olika egenintressen som investerare och företag har, vilket riskerar att resultera i sönderfall på värdepappersmarknaderna. Detta exemplifieras genom en situation där man föreställer sig att ena halvan av företagens affärsidéer är bra och den andra halvan är dåliga. Man antar att både företag och investerare är rationella och enbart värderar investeringarna baserat på sin egna information. Om investerarna inte kan urskilja vilka idéer som är bra respektive dåliga så kommer företagen med de dåliga idéerna att försöka hävda att deras idéer är minst lika bra som de idéerna som anses vara bra. När investerarna inser att det finns en risk att detta sker kommer de att börja värdera investeringsalternativen likvärdigt. Detta kommer resultera i att vissa av de bra idéerna kommer



att undervärderas medan vissa av de dåliga idéerna kommer att övervärderas. Med anledning av detta är det av värde att lösa lemons problem så att inte dessa situationer uppstår. Det lyfts fram två konkreta lösningar på lemons problem. Det första är upprättandet av kontrakt mellan företag och investerare som ökar företagets incitament att delge mer information, vilket skulle bidra till att minska ovan beskrivna problem med över- och undervärdering av affärsidéerna. Den andra lösningen är att införa någon typ av reglering som tvingar företag att delge information, vilket således skulle minska informationsasymmetrin (Healy & Palepu, 2001, s.408).

Diamond och Verrecchia (1991) genomförde en studie som visade på att om ett företag frivilligt är mer genomlysta uppstår det en lägre informationsasymmetri samtidigt som företagets kapitalkostnad sänks eftersom den ökade genomlysningen har en positiv inverkan på aktiemarknadens likviditet och sänker företagets transaktionskostnader. Vidare bevisade Hodge, Kennedy och Maines (2004) att graden av genomlysning på företags finansiella rapporter har en markant påverkan på investerares beslut samt att genomlysning genom elektroniska tillvägagångssätt kan säkerställa en ännu högre genomlysningsgrad och därmed reducera informationsasymmetrin. Genom att publicera finansiella rapporter på internet stärks även effektivitetsgraden i bolagsstyrningen och spridningen samt kommunikationen mellan bolaget och investerarna förbättras.

### 3. PRAKTISKT REFERENSGRAM

*Nedan följer en redogörelse för några av de områden som MiFID I och MiFID II behandlar. Till att börja med kommer MiFID I och dess komponenter att belysas, efter kommer MiFID II och de förändringar som tillkommit i samband med det att redogöras för. Syftet med den praktiska referensramen är att ge läsaren en bakgrund och ökad förståelse för direktivet.*

#### 3.1 ÖVERGRIPANDE OM MiFID I OCH MiFID II

MiFID I trädde i kraft och utformades eftersom direktivet ISD, från 1993 som tidigare reglerat investeringstjänsteområdet, inte ansågs vara effektivt nog för handel över nationsgränser inom EU. Bland annat ansåg man att ISD hade brister gällande hur konkurrens och konsolidering skulle bedrivas mellan handelsplatser.

Under finanskrisen 2008 blev dock MiFID I:s svagheter blottlagda. Dessa svagheter avsåg framförallt genomlysning, investerarskydd, oreglerade marknader (MTF:er) och förtroende. För att förbättra och förstärka regleringen för dessa områden skedde en vidareutveckling i form av en mer detaljerad reglering i MiFID II (Finansinspektionen, 2017). I och med införandet av MiFID har investerarskyddet förstärkts och reglerna berör bland annat riktlinjer för hur institut ska agera så att värdepappersmarknadens förtroende upprätthålls samt hur värdepappersinstitut ska agera för investerarnas bästa och för att tillgodose deras intressen. Mer precist fokuserar det förstärkta skyddet och de nya reglerna på konsumentaspekter som huvudsakligen består av reglering av handelsplattformar, bästa utförande samt genomlysning på värdepappersmarknaden.

MiFID reglerar, som tidigare nämnt, värdepappersmarknaden och ger företag ett så kallat hemlandstillstånd vilket ger dem rätten att utöva gränsöverskridande aktivitet inom andra medlemsstater i EU. Den nya utvecklade regleringen från ISD till MiFID I innebar ett mer omfattat arbete för berörda länder. Regleringen innehåller bland annat regler om auktorisation och krav på organisationer men även för finansiella instrument för att de ska kunna handlas på reglerade marknader. En annan särskiljning från ISD är att investeringsrådgivning numera ses som en tjänst och innebär att institut som arbetar med detta måste söka auktorisation som värdepappersinstitut och därmed omfattas av en del krav. Dessa krav handlar bland annat om genomlysning, kapitaltäckning och uppförande.

## 3.2 INVESTERARSKYDD

### 3.2.1 MiFID I

Värdepappersinstitut är skyldiga att vidta åtgärder för att identifiera och förhindra följderna av risken att kundens intressen skadas. Skulle en intressekonflikt uppstå behöver dessa hanteras utan att negativa konsekvenser drabbar kunden. Om en intressekonflikt anses oundviklig behöver institutet informera kunden om detta samt vilka åtgärder som vidtagits för att lindra påföljderna (Europaparlamentet och rådets direktiv 2014/65/EU, 2014).

### 3.2.2 MiFID II

Efter införandet av MiFID II måste värdepappersinstitut inte endast identifiera möjliga intressekonflikter utan de ska även förebygga risken att de uppstår och se över detta årligen (SOU,

2015:2). Institut ska vidta alla relevanta åtgärder för att kunna bemöta dessa motsättningar vilket rimligen medför mer omfattande arbetsuppgifter. Värdepappersinstitut är numera också skyldiga att på ett tydligt sätt informera kunden om den uppstådda intressekonflikten, så att kunden själv kan välja om en affärsrelation ska ingås eller inte. Institut ska vid denna informationsplikt ta kundkategori i beaktande för att avgöra hur detaljerad beskrivningen ska vara. Informationen ska innehålla intressekonfliktens art, anledning, vilka eventuella risker det medför för kunden samt institutets strategi för att förhindra konflikten. Den information som nu är obligatorisk att lämnas till kund är alltså nu ännu mer detaljrik än tidigare (ESMA, 2014).

### 3.3 HANDELSPLATTFORMAR

#### 3.3.1 MiFID I

I samband med att MiFID I implementerades började multilaterala handelsplattformar, vidare benämnda MTF:er, att växa fram. MTF:er klassas som en investeringstjänst, precis som traditionella börser.

I MiFID I beskrivs en MTF som följande “En MTF är ett multilateralt system som drivs av ett värdepappersföretag eller en marknadsplatsoperatör och som sammanför ett flertal köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man – inom systemet och i enlighet med icke skönsrättsliga regler – så att detta leder till avslut i enlighet med bestämmelserna i avdelning II.” (Europaparlamentet och rådets direktiv 2004/39/EG, artikel 4, 2004).

#### 3.3.2 MiFID II

Efter implementeringen av MiFID II har ytterligare en form av handelsplattform tillkommit, organiserad handelsplattform, OTF. En OTF är definierad som ett multilateralt system som varken är verksamt på en reglerad marknad eller MTF. På OTF:er kan tredjeparts köp- och säljintressen för bland annat obligationer och derivat handlas. En väsentlig skillnad mellan en OTF och MTF eller reglerad marknad är att det inte får handlas med aktier eller likställda instrument på OTF:er (Bolund, 2017, s.279).

Den största förändringen efter uppdateringen av MiFID I är att det inte får finnas oreglerade multilaterala system för värdepappershandel. Med andra ord ska värdepappershandel endast ske på MTF:er, OTF:er eller reglerade marknader (Bolund, 2017, s.228).

### 3.4 BÄSTA UTFÖRANDE

#### 3.4.1 MiFID I

MiFID I har framförallt som avsikt att skydda investerare och verka för en välfungerande prisbildning. Bästa utförande av kundorder innebär att värdepappersinstituterna måste vidta samtliga nödvändiga åtgärder för att kunna erbjuda kunden bästa möjliga resultat. Dessa åtgärder inkluderar bland annat kostnad, pris, orderstorlek och sannolikheten att ordern kan utföras - vilka samtliga kontrolleras av institutens interna riktlinjer (CESR, 2007, s.5).

Företag behöver därför informera sina kunder om vilka tjänster, avgifter och kostnader som erbjuds. Vid handel av okomplicerade instrument, som inte berör aktier utan exempelvis obligationer, behövs ingen information om kundsituation inhämtas. Om handel däremot sker med instrument som inte klassificeras som okomplicerade behövs information om erfarenhet, finansiella ställning och mål med investeringen inhämtas. Detta för att kunna erbjuda den mest lämpade produkten för den enskilt berörda kunden (SOU, 2006:50, s.357).

#### 3.4.2 MiFID II

I MiFID II har ingen omfattande förändring gällande bästa utförande skett. En förändring som skett är dock att en ny paragraf tillkommit där ordrar hänförliga till icke-professionella kunder behandlas. Värdepappersinstitut måste nu fastställa bästa möjliga resultat med total ersättning i beaktande. Den totala ersättningen består av det finansiella instrumentets pris samt de kostnader som uppkommer vid ordern. Institut måste även ta hänsyn till sina egna avgifter och kostnader på alla handelsplatser som kan komma att användas. Bestämmelsen som berör institutens egna kostnader finns även reglerat i MiFID I, men är vid uppdateringen förtydligat. Förtydligandet var främst nödvändigt eftersom institut idag kan verka i flera olika länder, varför växlingskurser och skillnad i courtage ska beröras (SOU, 2015:2).

I MiFID II finns även nya bestämmelser om att institut måste tillgodose sina kunder med de riktlinjer som instituten använder sig av vid orderutföranden. Dessa riktlinjer innehåller bland annat information om vad som påverkar pris och snabbhet vid ordern samt hur institutet kontrollerar och säkerställer att de verkar för kundens bästa (Bolund, 2017, s.385).

### 3.5 GENOMLYSNING

#### 3.5.1 MiFID I

MiFID I medförde ökade krav på genomlysning med syftet att bidra till större möjligheter för investerare att kunna väga pris och erbjudanden från olika handelsplatser gentemot varandra, vilket man ansåg skulle bidra till förbättrade konkurrensförhållanden. Utmärkande drag för god genomlysning är att det finns tillräckligt med relevant information tillgängligt för att investerare ska kunna fatta välgrundade beslut samt utvärdera utfallet. I MiFID I berör kraven för ökad genomlysning endast aktier (Bolund, s.328-329).

#### 3.5.2 MiFID II

Efter uppdateringen av MiFID I har området som berör genomlysning flyttats till det nya regelverket MiFIR. Till skillnad från i MiFID I regleras fler finansiella instrument, utöver aktier i MiFIR (Bolund, 2017, s.328).

En bestämmelse som inte funnits i MiFID I men som uppkommit i MiFIR är krav på värdepappersinstitut som vidarebefordrar ordrar. Dessa måste enligt gällande rätt rapportera transaktioner som genomförs i deras system av institut som inte faller under MiFIR:s bestämmelser. Transaktioner ska enligt den nya regleringen lämnas till behörig tillsynsmyndighet och det är institutets ansvar att dessa rapporter är fullständiga, felfria och inkommer inom den tidsram som finns angiven (Bolund, 2017, s.341).

## 4. METOD

Följande avsnitt är ämnat åt att beskriva tillvägagångssättet för att kunna besvara uppsatsens syfte. Det kommer att beskrivas vilka metoder som använts vid datainsamling samt vid urval av respondenter. Avslutningsvis innehas ett kritiskt förhållningssätt till de metodval som gjorts.

### 4.1 KVALITATIV METOD

Med tanke på att MiFID II nyligen implementerades, närmare bestämt den 3 januari 2018, har bedömningen gjorts att det inte finns tillräckligt mycket tidigare forskning inom området för att uppsatsen enbart ska kunna baseras på litteratur. Därför har det valts att utföra både en dokumentstudie av direktivet, vilken består av sekundärdata, samt genom intervjuer med personer som har en tydlig koppling till direktivet i sin arbetsroll.

En kvalitativ metod kännetecknas av att man tolkar det man finner i sin datainsamling samt att den bidrar till en mer generell och djupare förståelse för det ämne som undersöks. I denna uppsats har kvalitativ metod valts eftersom att uppsatsen undersöker direktivets påverkan på investerare i termer av förtroende och informationsasymmetri och därmed syftar till att skapa en djupare förståelse för ett relativt outforskat ämne, MiFID II samt eftersom att datainsamlingen består av att tolka och förstå den information som inhämtats genom dokumentstudie och intervjuer (Alvehus, 2014).

### 4.2 INDUKTIV METOD

Efter val av vetenskaplig metod valdes huruvida uppsatsen skulle utgå från en induktiv eller deduktiv metod. En induktiv metod kännetecknas av att man utifrån enskilda observationer gör en generalisering. Generaliseringen kan sedan kopplas till en befintlig teori, alternativt till teori man själv skapat. En deduktiv metod kännetecknas av att man istället direkt prövar en teori mot en hypotes.

En induktiv metod fungerar väl ihop med en kvalitativ metod. Uppsatsens syfte är att undersöka hur investerarnas förtroende och informationsasymmetri påverkats på värdepappersmarknaden efter införandet av MiFID II. Genom att inhämta empirisk data, i form av dokumentstudie och

intervjuer, har slutsatser kunnat tas som besvarar uppsatsens problemformulering. Detta stämmer överens med vad som kännetecknar en induktiv metod (Alvehus, 2014).

#### 4.3 DATAINSAMLING

För att samla in data har både primär- och sekundärdata använts. Primärdata har använts genom att utföra intervjuer med utvalda respondenter. Sekundärdata har inhämtats genom att använda bland annat publicerade artiklar, tidigare forskning samt EU-direktiv och statens offentliga utredningar (Alvehus, 2014). Som tidigare nämnts är MiFID II ett relativt nytt direktiv vilket gör att tillgängligheten av sekundärdatan är begränsad. För att kunna besvara syftet utgörs därför empirin av både sekundärdata i form av en dokumentstudie, samt av primärdata i form av intervjuer.

För att hitta artiklar har databaserna LUBSearch och Google Scholar huvudsakligen använts. Statens offentliga utredningar samt Finansinspektionens och European Securities and Markets Authorities (ESMA) utgivna rapporter om MiFID utgör grunden för den praktiska referensramen.

#### 4.4 LITTERATURSTUDIE

Eftersom MiFID är ett regelverk har majoriteten av information som berör direktivet kunnat inhämtas från lagrådsremisser, EU samt statliga utredningar. Dessa texter bedöms trovärdiga då de har blivit dokumentgranskade innan de publicerats. Dessutom förutsätts det att dessa texter är objektivt utformade med tanke på att det är EU och svenska myndigheter som producerat dem. Vidare har texterna producerats i syfte att informera och bör därför inte ha någon subjektiv påverkan.

För att inhämta data till den teoretiska referensramen, vilket uppsatsen analys och slutsats grundar sig på har publicerade artiklar använts. I urvalet av dessa artiklar har hänsyn tagits till bland annat citeringsfrekvens samt skribenternas bakgrund. Skribenternas bakgrund har kontrollerats genom att bland annat titta på deras akademiska bakgrund och anknytning till området. Detta för att finna relevans och trovärdighet i de använda artiklarna.

#### 4.5 INTERVJUER OCH URVAL AV RESPONDENTER

Som tidigare nämnts utgör intervjuer grunden i empirin. Vid urvalet av respondenter har hänsyn tagits till hur insatta de tillfrågade kan tänkas vara i MiFID I och MiFID II. Dessutom har även respondenternas arbetsroll samt akademisk- och arbetsbakgrund tagits i beaktande.

Intervjuerna har huvudsakligen genomförts via telefonsamtal. Enbart några enstaka intervjuer har utförts via mejl. Fördelen med telefonintervju är framförallt att det är både tids- och kostnadseffektivt för båda parter. Ytterligare en fördel är att risken för att respondenten påverkas av intervjuaren genom exempelvis kroppsspråk och ansiktsuttryck minskar. En stor fördel med mejlintervju är att respondenten har tid och möjlighet att insamla information för att sedan formulera ett utförligt svar till intervjuaren. En gemensam fördel för både telefon- och mejlintervju är att intervjuaren är oberoende av respondentens geografiska läge vilket underlättar när intervjuerna ska genomföras (Bryman, 2011).

Innan intervjuerna genomfördes fick respondenterna ta del av intervjumallen, som återfinns i bilaga 1. Den teoretiska referensramen, det vill säga förtroende och informationsasymmetri, har utgjort grunden för utformandet av frågorna i intervjumallen. Frågorna har därför utformats med avseendet att täcka in de områden som anses nödvändiga för att kunna besvara uppsatsen problemformulering. Genom att utforma intervjumallen på detta sätt är förhoppningen att samtliga perspektiv av problemformuleringen ska kunna inhämtas av respektive respondent.

Genom att respondenterna fick ta del av intervjumallen i förväg kunde de förbereda sig för att kunna ge så välutformade och välgrundade svar som möjligt. Under själva intervjun har frågorna i intervjumallen använts mer som en utgångspunkt för att föra en diskussion då samtliga frågor inte är relevanta för alla respondenter samt för att inte riskera att missa någon viktig aspekt som inte lyfts fram i frågorna. Ytterligare en anledning var att låta respondenternas egna tankar och åsikter genomsyra svaren för att få ut så mycket som möjligt av intervjuerna.

Under intervjuerna har en semistrukturerad intervjuteknik använts och majoriteten av frågorna som ställts har varit av öppen karaktär. En semistrukturerad intervjuteknik kännetecknas av just öppna frågor som sedan kan smaldas av under intervjuns gång. Dessutom anpassas de öppna



frågorna utefter respondentens arbetsroll, kunskap och bakgrund vilket gör att intervjuerna har fått olika inriktning beroende på vem respondenten varit (Bryman, 2011). Mejlintervjuerna karaktäriseras av en mer strukturerad intervjuteknik eftersom möjligheten att ställa följdfrågor inte är möjlig på samma sätt som vid en telefonintervju. Trots de olika intervjuteknikerna bedöms svaren från samtliga intervjuer vara av sådan karaktär att de är jämförbara då de baseras på samma intervjumall.

Då det var önskvärt att ha med någon myndighet som respondent kontaktades Finansinspektionen, då de är Sveriges tillsynsmyndighet för värdepappersmarknaden samt då de ansvarar för att upprätthålla investerarskyddet och för att de författat många av de artiklar som använts i uppsatsen. Ytterligare en myndighet som kontaktades var Finansdepartementet, framförallt då de författat lagrådsremissen gällande MiFID II som även den använts frekvent i uppsatsen och som utgör grunden för dokumentstudien. Dock kunde varken Finansinspektionen eller Finansdepartementet ställa upp som respondenter då de inte ansåg sig kunna besvara den typen av frågor denna uppsatsen behandlar. De ville dock ändå bistå med den hjälp de kunde och lämnade därför rekommendationer på andra lämpliga respondenter som är insatta i MiFID vilket har varit till hjälp under uppsatsens gång.

Utöver dessa myndigheter kontaktades även Svenska Fondhandlareföreningen. Deras verksamhet syftar till att upprätthålla en effektiv och sund svensk värdepappersmarknad och de har idag 29 värdepappersinstitut som medlemmar. Med anledning av detta ansågs det vara av intresse att få deras tankar och åsikter kring uppsatsens frågeställningar. Vidare har även Handelsbanken, SEB och Swedbank kontaktats. Samtliga av dessa arbetar med MiFID direkt mot kund i framförallt rådgivningssituationer och tillämpar därmed direktivet dagligen. Dessutom har dessa institut varit tvungna att anpassa stora delar av sina verksamheter och interna riktlinjer för att uppfylla kraven som MiFID II medförde vilket gör dem lämpliga som respondenter i uppsatsen. Unga Aktiesparares Riksförbunds verkställande direktör, Tove Zander, kontaktades även då deras organisation representerar investerares intresse, närmare bestämt de yngre investerarna. Detta gör att det är av intresse att få deras synpunkt på hur de tror att investerare kan påverkas av direktivet.

Genom förslag från en annan respondent kontaktades en tidigare chefsjurist på Nasdaq som idag arbetar som jurist på industriföretaget Svenska Cellulosa Aktiebolaget. Anledningen till varför denne respondent bedömdes relevant för uppsatsen är på grund av hans gedigna erfarenhet från Nasdaq, och som chef compliance på SEB, i kombination med hans akademiska bakgrund som utbildad jurist.

Nedan följer en översikt av uppsatsens respondenter.

<i>Anonym, Swedbank</i>	<i>Telefonintervju</i> <i>9 Maj 2018</i>
<i>Christer Wennerberg, Produktchef &amp; Equities och ETDs, SEB</i>	<i>Telefonintervju</i> <i>14 Maj 2018</i>
<i>Mats Beckman, Vice ordförande &amp; Bolagsjurist, Svenska Cellulosa Aktiebolaget</i>	<i>Telefonintervju</i> <i>8 Maj 2018</i>
<i>Mikael Jismark, Affärsstödschef, Regionbanken Sydöstra Sverige, Handelsbanken</i>	<i>Mejlintervju,</i> <i>24 April 2018</i>
<i>Tove Zander, Verkställande Direktör, Sveriges Unga Aktiesparares Riksförbund</i>	<i>Mejlintervju</i> <i>27 April 2018</i>
<i>Vigg Troedsson, Direktör, Svenska Fondhandlareföreningen</i>	<i>Telefonintervju</i> <i>4 Maj 2018</i>

#### 4.6 VAL AV TEORETISK REFERENS RAM

Som teoretisk referensram har trust behaviour, även kallat förtroende, och informationsasymmetri valts. Investerares beteende förklaras till stor del av förtroende där majoriteten av investerarna på värdepappersmarknaden har ett tillitsfullt beteende snarare än ett rationellt. Således påvisas att förtroende är en nyckelingrediens för en välfungerande marknad samt att det spelat en viktig roll till att börserna och handelsplattformarna kunnat växa till de storlekar de är idag. Studier visar på att investerarna, som till största del är tillitsfulla, tenderar att lita på främlingar i form av olika aktörer på de finansiella marknaderna såsom värdepappersinstitut. Till följd av detta spelar MiFID

II och det investerarskydd det medför en viktig roll för investerarna. Aktörer som missbrukar investerarnas förtroende riskerar att förlora dessa som kunder då en tillitsfull investerare baserar sitt förtroende på tidigare erfarenheter, vilket är vitalt för att verkligen kunna skapa sig en förståelse för hur värdepappersmarknaderna fungerar.

Ytterligare en roll MiFID II har är att motverka den informationassymmetri som finns på värdepappersmarknaden mellan såväl oinformerade och informerade investerare som mellan instituten och investerarna. Detta genom att regleringen tvingar till exempel värdepappersinstituten att vara mer genomlysta. Oinformerade investerare väljer vanligen att investera i de företag som för dem är välkända. Vid en större grad av genomlysning tenderar ett värdepappersinstitut därför att uppfattas som mer genomlyst vilket kommer leda till att de oinformerade investerarna värderar institutet som välkänt för dem och därmed kommer handla mer av dess aktier.

Sammanfattningsvis utgör de valda teorierna huvudkomponenter för en välfungerande värdepappersmarknad. Således anses de relevanta för att utgöra grunden till uppsatsens analys för att sedan kunna besvara frågeställningarna.

## 4.7 METODPLAN

Vid all insamling av information är det av stor vikt att ha ett genomgående kritiskt förhållningssätt. För att bedöma trovärdigheten av insamlad data har begreppen reliabilitet och validitet använts, vilka är mått på dess tillförlitlighet.

### 4.7.1 RELIABILITET

Reliabilitet anger tillförlitligheten i en mätning i form av huruvida samma resultat hade erhållits vid upprepning av samma mätning. En god reliabilitet kännetecknas av att resultatet är oberoende av omgivningen och vem som utför mätningen (Bryman, 2011).

I denna uppsats har sex intervjuer genomförts där majoriteten av respondenterna innehar någon typ av ledande position på sin arbetsplats. Reliabiliteten i denna uppsats bedöms därmed hög eftersom att det resultat som erhållits genom intervjuerna kan erhållas på nytt med hjälp av den

intervjumall som utformats. Dessutom är samtliga av respondenterna, förutom en, namngivna vilket gör det möjligt att genomföra samma intervjuer som gjorts i denna uppsats igen med samma personer och samma frågor. Det var en respondent som önskade att inte bli namngiven, vilket denne då inte heller blivit. Trots att en semistrukturerad intervjuteknik använts anses det ändå att de erhållna svaren skulle vara av liknande art vid en upprepad intervju med intervjumallen som grund.

Något som kan sänka reliabilitetsgraden är att det endast är en person från respektive företag som intervjuats vilket gör att viss subjektivitet riskerar att genomsyra deras svar. Detta hade kunnat förebyggas genom att intervjua fler personer från samma företag för att få fler synvinklar och på så sätt en mindre subjektiv bild. Detta har dock inte varit möjligt i denna uppsats eftersom att det har varit svårt att hitta respondenter som besitter tillräckligt mycket kunskap och erfarenhet inom MiFID I och MiFID II för att känna sig bekväma med att ställa upp på intervju.

Vad som ytterligare hade kunnat tänkas stärka reliabilitetsgraden är om telefonintervjuerna hade spelats in eftersom man då hade kunnat gå tillbaka och lyssna vid behov. Någon inspelning av telefonintervjuerna har däremot inte skett med anledning av att den teknikutrustning som krävs för att kunna göra det inte har funnits tillgänglig. Å andra sidan har respondenterna fått ta del av sammanställningen av deras svar, som återges i empirin, där de då getts möjligheten att komma med ytterligare kommentarer och synpunkter på deras svar.

Som tidigare nämnts består majoriteten av sekundärdata av direktiv och regelverk vilket gör att trovärdigheten för dem är hög.

#### 4.7.2 VALIDITET

Validitet anger huruvida man verkligen mäter det man avser att mäta. Vidare delas validitet upp i två delar, intern och extern validitet. Intern validitet handlar om hur trovärdiga de slutsatser som tagits i den aktuella undersökningen är. Extern validitet handlar om graden av generaliserbarhet (Bryman, 2011).

Den interna validiteten stärks genom att intervjumallen har använts vilket gör att intervjuerna följer samma mönster, och den stärks även genom att respondenterna själva har fått korrekturläsa och godkänna sammanställningen av deras svar innan uppsatsen färdigställts. Genom detta minskar risken för eventuella missförstånd och tolkningsfel som intervjuaren kan göra av respondentens svar.

Den externa validiteten stärks genom att uppsatsen har med EU-direktivet MiFID II, lagrådsremisser samt statens offentliga utredningar som sekundärdata. EU-direktivet är harmoniserande för samtliga medlemsländer i EU, medan lagrådsremissen och statens offentliga utredning är anpassade för Sverige specifikt vilket gör att de drar ned den externa validiteten något.

#### 4.7.3 KRITIK TILL METODVAL OCH KÄLLOR

Vid inhämtandet av sekundärdata i form av publicerade artiklar och tidigare forskning togs, som tidigare nämnt, citeringsfrekvensen i beaktande. Gällande citeringsfrekvensen är det viktigt att ha i åtanke att en hög citeringsfrekvens inte nödvändigtvis är positivt, eftersom att det också kan innebära att artikeln har citerats i mindre bra sammanhang. Med anledning av detta har det i urvalet av sekundärdata undersökts i vilka sammanhang artiklarna oftast har blivit citerade i. Även EU-direktiv, lagrådsremisser och statens offentliga utredningar har använts som sekundärdata. Som tidigare nämnts bedöms dessa som trovärdiga och objektiva källor.

Dokumentstudien, som presenteras i empirin, är baserad på lagrådsremissen för MiFID II och MiFIR vilken huvudsakligen är utformad av Per Bolund som är finansmarknads-, konsument- och biträdande finansminister för Stefan Löfvens regering. Vad som bör ha i åtanke är att en lagrådsremiss utgör ett utkast till den proposition som lagrådet lämnar som lagförslag till Riksdagen (Regeringen, u.å). En lagrådsremiss är alltså inte den faktiska lagtexten vilket gör att det kan förekomma avvikelser från remissen och den lagtext som Riksdagens sedan beslutat om. Man kan dock i Lagrådets yttrande om lagrådsremissen för MiFID II och MiFIR läsa att de anser att den föreslagna lagtexten i remissen följer direktivets ursprungliga innehåll mycket nära och att risken för att lagtexten avviker från direktiv därmed är minimal (Lagrådet, 2017). Med anledning av detta anses lagrådsremissen utgöra en pålitlig och trovärdig källa för dokumentstudien.

Något som bör ha i åtanke är att Lagrådsremissen utgörs av en omfattande text med mycket information. Detta försvårar processen av vilken information som bör tas med i uppsatsens dokumentstudie. I processen för urvalet av information för dokumentstudien har författarna därför noggrant gått igenom respektive del i Lagrådsremissen som behandlar de för denna uppsatsen aktuella områdena av MiFID II, det vill säga investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande och genomlysning. Även om detta gjorts finns det en risk i att någon väsentlig del i remissen har missats av författarna. Dock bedöms den utvalda informationen som utgör dokumentstudien vara tillräckligt omfattande för att utgöra del av underlaget för uppsatsens empiri.

Kritik mot den kvalitativa metod som valts är att urvalet av respondenter är begränsat vilket gör att de slutsatser som tas inte blir lika generella som de skulle kunnat bli om urvalet varit mer omfattande. Hade istället en kvantitativ metod valts, där man till exempel genomfört enkätundersökningar, hade man fått ett mer omfattande urval av respondenter och man hade därmed kunnat komma fram till en mer generell slutsats. För att besvara just denna uppsatsens frågeställningar krävs dock en metod där möjligheten att få mer djupgående och detaljerade svar finns. Därför passar inte en kvantitativ metod denna uppsats, vilket var en av de främsta anledningarna till varför en kvalitativ metod valdes.

Vid utförandet av intervjuerna hade det varit mest önskvärt att träffa respondenterna vid ett personligt möte. Men på grund av det geografiska avståndet, samt begränsade resurser, var det dessvärre inte möjligt att genomföra intervjuer genom personliga möten. Vid ett personligt möte ges det möjlighet att tolka respondenten mer utförligt än vad som går att göra vid en telefon- eller mejlintervju, och det gör även det lättare att föra diskussionen framåt och ställa följdfrågor. Även fast intervjuerna har genomförts via framförallt telefon, men även via mejl, bedöms de svaren som inhämtats som bra och utförliga.

## 5. EMPIRI

*Empirin börjar med en dokumentstudie, vilket är en sammanställning av de förändringar som MiFID II kommer att medföra baserat på lagrådsremissen om MiFID II och MiFIR. Avsikten med dokumentstudien är att ge läsaren en djupare insikt i vad förändringarna i MiFID II innebär i praktiken. Efter det följer sammanställningar av intervjuerna som genomförts.*

### 5.1 DOKUMENTSTUDIE

#### 5.1.1 INVESTERARSKYDD

Investerar skyddet kan kort sammanfattas som att värdepappersinstitut ska vara måna om sina kunders intressen och tillvarata dessa. Vidare innebär det också att instituten ska bidra till en handel som är hederlig, rättvis och professionell samt att de ska arbeta aktivt för att identifiera och förebygga eventuella intressekonflikter (Bolund, 2017, s.417).

Införandet av MiFID II innebär, jämfört med dagens reglering, både ett mer omfattande och bättre investerarskydd. Tidigare har det uppstått intressekonflikter i samband med investeringsrådgivning vilket kommer att försöka motverkas med de nya reglerna i MiFID II. Värdepappersinstitut behöver efter införandet av MiFID II vara mer noggranna med att ge information till deras kunder gällande vilka kostnader som finns, både före och efter en affärsrelation inleds mellan dem. De nya reglerna medför att investeringsrådgivning, som inte stämmer överens med kundens intresse nu kommer att förbjudas (Bolund, 2017, s.425).

Vidare skiljer man i MiFID II på oberoende rådgivning och annan typ av rådgivning, vilket medför att värdepappersinstitut kan välja vilken typ av rådgivning de ska erbjuda. Om ett institut exempelvis väljer att erbjuda båda typer av rådgivning har de särskilda krav på sig att särskilja dem (Bolund, 2017, s.413). När det rör sig om oberoende rådgivning är det inte tillåtet för värdepappersinstitutet att ge råd om finansiella instrument som de själva, eller ett nära sammankopplat företag, gett ut eller förfogar över. Med andra ord måste de institut som erbjuder oberoende rådgivning kunna erbjuda ett brett sortiment som kommer från andra aktörer än dem själva. MiFID II innebär även att det vid oberoende rådgivning är förbjudet att motta tredjepartsersättning, dock med vissa undantag. De nya och tydliga reglerna kring oberoende rådgivning kan medföra att fler aktörer börjar erbjuda denna tjänsten (Bolund, 2017, s.429).

Man anser att det generellt sett finns en uttalad intressekonflikt vid investeringsrådgivning, som innebär en risk för att det är värdepappersinstitutets intresse och behov som styr vilka råd som ges snarare än kundens. Denna intressekonflikt motiveras vidare av att kunder oftast har ett informationsunderläge relativt värdepappersinstitutet och de har ett stort förtroende för att de råd som ges är lämpliga för just dem. Enligt Finansinspektionen har det sedan en längre tid tillbaka funnits problem på värdepappersmarknaden som beror på de intressekonflikter som skapas när rådgivare mottar tredjepartsersättning. Med anledning av detta anser man att oberoende rådgivning, vilket återfinns i MiFID II, skulle fylla en viktig funktion (Bolund, 2017, s.430).

Fortsättningsvis skriver man att förutsättningarna för investeringsrådgivning skulle bli bättre om rådgivningen helt och hållet skulle utgå från kundens intresse. Utöver det skulle det även förbättra konkurrensen på värdepappersmarknaden eftersom de företag som är fristående kommer framstå som att de tillvaratar kundernas intressen och behov. Innan MiFID II fanns det inte särskilt många företag som erbjöd helt oberoende rådgivning, vilket kan tänkas bero på att det inte innebar någon konkurrensfördel. I samband med MiFID II har regleringen kring vem som får kalla sig oberoende rådgivare blivit mer restriktivt, vilket tros kunna bidra till att en egen marknad för helt oberoende investeringsrådgivning kan växa fram (Bolund, 2017, s.431).

### 5.1.2 HANDELSPLATTFORMAR

Reglerna för genomlysning har ökat för handelsplattformar. De som driver en handelsplattform måste se till att det finns tillräckligt mycket information att tillgå för investerarna så att dessa har möjlighet att ta beslut om huruvida det ska handla ett visst instrument eller inte. Vad som avses med tillräckligt mycket information avgörs av två faktorer, dels vilket instrument det är som handlas, men även vilka det är som handlar på plattformen. Reglerna om genomlysning berör också hur handeln på plattformen ska gå till samt hur avsluten ska hanteras (Bolund, 2017, s.301 & 303).

Andra följder av MiFID II är att reglerna för investerarskydd skiljer sig åt mellan MTF:er och OTF:er. För OTF:er gäller samtliga regler för investerarskydd som anges i MiFID II. För MTF:er gäller inte alla investerarskyddsregler. Detta beror på de grundläggande skillnader som finns från



början mellan en OTF och en MTF, vilka beskrivs i den praktiska referensramen. Skillnaden i regleringen beror även på att ordrar på OTF:er sker på ett skönsmässigt sätt, till skillnad från på MTF:er där handeln sker enligt i förväg bestämda icke-diskretionära regler (Bolund, 2017, s.301).

### 5.1.3 BÄSTA UTFÖRANDE

Den främsta skillnaden från MiFID I till MiFID II är att värdepappersinstitut måste vidta samtliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat. Under MiFID I gällde endast att instituten var tvungna att vidta samtliga rimliga åtgärder. Att uppnå bästa möjliga resultat innefattar att faktorerna pris, kostnad och skyndsamhet ska tas i beaktande vid utförandet av en order. Undantag gäller endast om en kund gett institutet specifika regler och då ska istället kundens önskemål följas (Bolund, 2017, s.383).

Andra regler som tillkommit är att det är förbjudet för värdepappersinstitut att ta emot ersättningar, rabatter och icke-monetära förmåner. Dessutom ska instituten utforma riktlinjer för utförande av order. Informationen om dessa riktlinjer ska tydligt precisera hur en order kommer att utföras där tillräckligt mycket detaljer framgår så att kunden enkelt kan förstå informationen. Vidare måste institutet erbjuda kundens godkännande av riktlinjerna i förväg. Värdepappersinstitutet är också skyldiga att informera kunden om var en order utförts (Bolund, 2017, s.383-384).

### 5.1.4 GENOMLYSNING

Under MiFID I var systematiska internhandlare endast skyldiga att redovisa de fasta bud de gjort i likvida aktier som handlas på en reglerad marknad. I och med införandet av MiFID II och MiFIR omfattas dock desto fler finansiella instrument i vilka värdepappersinstitut kan agera systematiska internhandlare. Detta i sin tur innebär att de har en skyldighet att redovisa samtliga fasta bud som görs i dessa finansiella instrument, dock måste det finnas en tillräckligt likvid marknad för dessa instrument för att denna skyldigheten ska gälla. Om så inte är fallet har internhandlaren skyldighet att redovisa sina fasta bud endast om kunderna begär det (Bolund, 2017, s.335-336).

Dock gäller, oavsett om ett värdepappersinstitut är en systematisk internhandlare eller inte, att de måste redovisa information om de transaktioner som genomförts. Detta informationskrav ska innehålla uppgifter om pris, volym och tidpunkt för transaktionerna (Bolund, 2017, s.337).

Vidare har det även tillkommit regler för genomlysning inom produktstyrning i MiFID II. Kortfattat innebär dessa regler att värdepappersinstitut måste fastställa en lämplig målgrupp för de finansiella instrument de erbjuder. Det krävs dessutom att den målgrupp som fastställs har ett behov som matchar med det aktuella instrumentet. Reglerna omfattar också att värdepappersinstitut måste lämna särskild information till kunden när de erbjuder investeringstjänster som består av kombinerade produkter eller tjänster. Denna särskilda information innebär att kunderna måste få reda på möjligheten att köpa de kombinerade delarna separat, avgifter och kostnader för de olika delarna samt huruvida risknivån påverkas som följd av kombinationen av investeringstjänsterna (Bolund, 2017, s.618).

## 5.2 SAMMANFATTNING AV FÖRÄNDRINGARNA MELLAN MiFID I OCH MiFID II

I tabell 1 återfinns en översikt av de mest väsentliga förändringarna som MiFID II medfört inom ovan presenterade områden.

Tabell 1. Sammanfattning av de förändringar MiFID II medfört.

	<b>MiFID I</b>	<b>MiFID II</b>
<b>Investerarskydd</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aktivt arbete med identifiering och förhindrande av intressekonflikt.</li> <li>- Information till kund om de råd som getts under rådgivningen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mer strikta regler för att motverka och identifiera intressekonflikter som kan uppstå i samband med rådgivning.</li> <li>- Även information om hur råden som ges svarar mot önskemål, risk behov etc.</li> <li>- Skiljer på oberoende och annan typ av rådgivning.</li> </ul>
<b>Handelsplattformar</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Multilaterala handelsplattformar, MTF:er, introducerades.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Organiserad handelsplattformar, OTF:er, tillkom.</li> <li>- Ökade genomlysningsskrav för handelsplattformar.</li> </ul>
<b>Bästa utförande</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alla rimliga åtgärder ska vidtas för att uppnå bästa orderutförande.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Alla åtgärder ska vidtas för att uppnå bästa orderutförande.</li> <li>- Mer detaljerade riktlinjer som måste godkännas av kund för utförande av order.</li> <li>- Förbjudet för värdepappersinstitut att ta emot någon typ av ersättning.</li> </ul>
<b>Genomlysning</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tillkommande krav på genomlysning vid handel av finansiella instrument.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reglerna återfinns i MiFIR.</li> <li>- Fler finansiella instrument regleras.</li> </ul>

## 5.3 INTERVJUER

### 5.3.1 RESPONDENTER

#### ANONYM, SWEDBANK

Den intervjuade arbetar idag på Swedbank och utöver sin vanliga arbetsroll arbetar hen även med MiFID II inom banken. Dessa arbetsuppgifter innefattar bland annat anpassning av bankens investeringsrådgivning så att de möter de nya lagkraven. Tidigare har hen arbetat bland annat som aktiemäklare och även arbetat ett antal år utomlands. Intervjun genomfördes över telefon.

#### MATS BECKMAN, SVENSKA CELLULOSA AKTIEBOLAGET

Mats Beckman arbetar idag som vice president och legal counsel på Essity Aktiebolag (publ) och har tidigare suttit med i utredningen för MiFID I som expert. Dessförinnan har han jobbat som chefsjurist Nasdaq mellan 1999 och 2007 och därefter som chef för compliance på SEB. Han har även arbetat som expert på SwedSec. Utöver detta har Beckman varit med och författat boken "Rådgivning på värdepappersmarknaden - licensieringstest för rådgivare". Beckman innehar en juristexamen från Uppsala Universitet. Intervjun med Beckman genomfördes över telefon.

#### MIKAEL JISMARK, HANDELSBANKEN

Mikael Jismark är idag affärsstödschef i regionbanken sydöstra Sverige. Hans arbetsroll innebär att han är chef för private banking, kapitalförvaltning, risk- och cash management samt för pensions- och försäkringsrådgivning. Jismark har arbetat i Handelsbanken under många år och har tidigare varit både kontors- och rörelsechef. Intervjun med Jismark genomfördes över mejl.

#### CHRISTER WENNERBERG, SEB

Christer Wennerberg arbetar sedan 2002 som produktchef för equities och ETD:s på SEB. I sin arbetsroll på SEB arbetar Wennerberg mycket med regelverk, teknik, compliance och affärsutveckling. Han har tidigare arbetat som systemutvecklingschef och även som räntechef på den svenska börsen. Wennerberg har studerat till civilingenjör men innehar även en executive MBA och är diplomerad finansanalytiker från Handelshögskolan i Stockholm. Intervjun med Wennerberg genomfördes över telefon.

## VIGG TROEDSSON, SVENSKA FONDHANDLAREFÖRENINGEN

Vigg Troedsson arbetar på Svenska Fondhandlareföreningen som direktör. Han är involverad i både MiFID I och II, med mestadels fokus på konsumentsidan och rapporteringsfrågor. Troedsson började sin karriär på Handelsbanken där han var bland annat kontorschef och räntehandlare. Sedan 1996 har han jobbat på Svenska Fondhandlareföreningen. Intervjun med Troedsson genomfördes över telefon.

## TOVE ZANDER, UNGA AKTIESPARARES RIKSFÖRBUND

Tove Zander är verkställande direktör på Unga Aktiesparare och har en bakgrund på Sparbanken Skåne som rådgivare samt som assistent till Företagarnas verkställande direktör. Zander innehar en kandidatexamen i företagsekonomi från Kristianstad Högskola. Intervjun med Zander genomfördes över mejl.

### 5.3.2 INVESTERARSKYDD

Under intervjun med Beckman och vid diskussionen om investerarskydd berättar han att investerare och övriga aktörer på värdepappersmarknaden förlitade sig på att marknaden kunde sköta sig själv innan finanskrisen 2008 skedde, det vill säga att man förlitade sig på att självregleringen var tillräckligt bra. Efter finanskrisen ansågs det dock ha skett ett marknadsmisslyckande vilket gjorde att självregleringen ifrågasattes. Som följd av detta började man därför, inom EU, att gå mot en mer detaljreglering, likt vad man har i USA. Denna detaljreglering reglerar i princip varenda situation som kan tänkas uppkomma på värdepappersmarknaden och har för avsikt att skydda investerarna på den och resultatet blev därmed MiFID II. Att MiFID II syftar till att skydda investerare beskriver Wennerberg i sin intervju gör att investerare bör inneha ett förtroende för värdepappersmarknaden.

Vidare berättar den intervjuade från Swedbank om hur den ökade regleringen av investerarskyddet i MiFID II påverkar rådgivningen gentemot kund. De svenska kundernas historiska aktivitet på värdepappersmarknaden, som bland annat innefattar fonder och enskilda aktier, innebär att de som råder inom investeringsrådgivningen får mer arbetsbörda avseende dokumentation och de nya reglerna medför en stor risk att det blir mindre lönsamt för banker och andra aktörer som erbjuder investeringsrådgivning att tillgodose samtliga kundgrupper med personlig rådgivning. I

förlängningen innebär detta att alla kunder i framtiden inte erhåller rådgivning då det inte är lönsamt för de som erbjuder rådgivning. Detta beror på att regelverkets ökade krav på banker indirekt medför högre kostnader vilket gör att intjäningen på de svagare kundgrupperna gör det i princip icke-lönsamt för bankerna att fortsätta erbjuda rådgivning till dessa. Dessa kundgrupper kommer istället i förlängningen att hänvisas till digital rådgivning, där den intervjuade nämner att robo-advice är ett av de alternativ till investeringsrådgivning som blivit allt mer populärt de senaste åren. Den amerikanska marknaden tas upp som exempel på just detta då den har kommit längre i utvecklingen avseende erbjudande av digital investeringsrådgivning än den svenska marknaden och där många kunder aktivt väljer digital rådgivning, eller med andra ord robo-advice. Här har Sverige en bit kvar, men utvecklingen går åtminstone åt den amerikanska marknads håll. Ytterligare en kundgrupp som påverkas av de förändrade investerarskyddsreglerna i MiFID II, fast i negativ bemärkelse, nämner Zander är personer under 18 år som som nu får begränsade möjligheter att handla med aktier, något som de på Unga Aktiesparare tycker är väldigt tråkigt.

Den intervjuade från Swedbank beskriver dessutom att hen märkt av att handeln med värdepapper minskat lite och att icke-professionella kunder gör mindre antal affärer. Detta beskrivs framförallt bero på det ökade investerarskyddet som MiFID II medfört som innebär att en affär kräver betydligt mer dokumentation. Dokumentationen innebär att en affär tar längre tid att genomföra vilket kan påverka kundens vilja att göra affärer. Investerarskyddet har lett till att banker kommer bli tvungna, och redan har blivit tvungna, att göra om delar av sina produkter och tjänster mot mer paketerade lösningar, detta för att det ska passa kundens dokumenterade risk och avkastningsprofil. De enskilda affärerna kommer alltså minska och istället kommer långsiktiga paketerade placeringslösningar erbjudas till kund.

Även Jismark från Handelsbanken beskriver att de har varit tvungen att göra om delar av sina produkt- och tjänsteutbud för att möta regelverkets krav samtidigt som rätt information och produkter erbjuds till kunderna. Han nämner också att majoriteten av deras kunder troligtvis inte kommer att få någon rådgivning på grund av de ökade regelverkskraven och kostnaderna. Istället kommer dessa kunder få sköta allt själva via framförallt digitaliserade tjänster. Som konsekvens tror han att dessa förändringar i MiFID II främst kommer att gynna de större kunderna som redan idag har störst möjlighet att få kvalificerad rådgivning.

MiFID II kan innebära att svenska kunder kan komma att erbjudas mindre rådgivningstillfällen i framtiden där den intervjuade från Swedbank nämner att man kan fundera på om investerarskyddet som MiFID II trycker på verkligen blir bra för svenska kunder. Investerarskyddet kan till viss del ställas mot att det finns en risk att man som kund får mindre rådgivning i framtiden. Dock vill den intervjuade poängtera att det initiala syftet med investerarskyddet är bra då marknaden tar bort de oseriösa aktörer som finns på den svenska marknaden.

### 5.3.3 HANDELSPLATTFORMAR

Innan MiFID I fanns beskriver Beckman att det rådde nästintill monopol för de traditionella börserna. Men när MiFID I implementerades etablerades MTF:er, såsom Turquoise, vilket öppnade upp konkurrensen på värdepappersmarknaden och skapade fragmentering. Fragmenteringen i sin tur har påverkat marknadsstrukturen genom tillkommandet av algoritmhandel vilket har tvingat banker och andra värdepappersinstitut att utveckla sin teknik. Vidare innebär fragmenteringen en mer uppdelad handel mellan olika plattformar vilket kan leda till att informationsasymmetrin mellan investerare ökar som följd av att olika investerare har tillgång till olika typer av information beroende på vilken handelsplattform de handlar på.

Wennerberg berättar också om det tidigare börsmonopol som rådde i Europa. Varje land hade sin egen börs med egna regler som man värnade om. Vid MiFID I innebar det att man skulle se till att reglerna på den europeiska värdepappersmarknaden konvergerade och närmade sig varandra på ett sätt där konkurrens skulle kunna uppstå genom att samtliga länder i EU följer samma regelverk. MiFID II, å andra sidan, fokuserar inte på konvergering utan snarare på harmonisering av reglerna på den europeiska värdepappersmarknaden, vilket följer EU:s mål om en fri och öppen marknad.

Gällande både MiFID I och MiFID II:s avsikt att förbättra konkurrensen på värdepappersmarknaden lyfter Beckman aspekten om de ökade inträdesbarriärerna som uppstår på värdepappersmarknaden som följd av regelförändringarna i MiFID II. Han beskriver att detta främst är en konsekvens av de ökade genomlysningsskraven på handelsplattformarna då de är skyldiga att delge mer information än tidigare. Detta innebär en anpassning av deras verksamheter efter direktivet, vilket inte alla institut har resurserna till att göra, utan det är främst de större

instituten som innehar dessa resurserna. Detta medför att det huvudsakligen är de mindre och mellanstora instituten, de så kallade SME-företagen, som riskerar att drabbas, då de kan bli tvungna att stänga ned sina verksamheter, samt de som vill starta upp verksamheter på marknaden. Beckman nämner handelsplattformen Aktietorget som ett konkret exempel på ett SME-företags som kan drabbas av MiFID II. Även Jismark tror att det kommer vara lättare att anpassa sig till det nya regelverket för de större aktörerna på värdepappersmarknaden, jämfört med de mindre aktörerna som kanske inte kommer att ha råd med de regelverks- och compliancekrav som ställs. Han beskriver att det resulterar i att många mindre aktörer riskera att tvingas stänga ned sina verksamheter, alternativt gå ihop med andra.

Fortsättningsvis beskriver Troedsson att konkurrensen på värdepappersmarknaden till viss del har försämrats eftersom de avsevärt högre kraven gör det svårare för mindre eller presumtivt nya aktörer att leva upp till dem. Större, globala aktörer, som verkar på EU:s värdepappersmarknad har sannolikt fördelar i anpassningen till den nya miljön jämfört med mindre aktörer eftersom de har fler specialister, större organisationer och kan fördela utvecklingskostnaderna på fler transaktioner och fler kunder. Även Troedsson lyfter de större inträdesbarriärer och trösklar som skapas för mindre aktörer att kunna konkurrera på marknaden, varför konkurrensen till viss del försämras. Som exempel på den hårdnande konkurrensen för mindre aktörer nämner Troedsson att värdepappersinstitut lämnat marknaden inför MiFID II. Det behöver inte nödvändigtvis vara MiFID II som är orsaken till detta, men bortfallen har skett i samband med implementeringen vilket ändå signalerar att MiFID II spelat en avgörande roll. Han tycker det är tråkigt att aktörer faller bort eftersom investerare, enligt honom, bör ha många alternativ att välja på, inte minst gällande valen av handelsplattformar. Samtidigt försvårar den kostnadstunga komplexiteten i regelverket kreativiteten i att kunna skapa och utveckla nya tjänster och finansiella instrument på värdepappersmarknaden.

Wennerberg berättar likaså om de stora kostnader som MiFID II medför vilket innebär en utslagning av SME-företag. Detta kan i sin tur medföra negativa effekter för kapitalanskaffning för dessa institut. De stora kostnaderna beror på att instituten måste utveckla och skapa interna system och processer som möter de nya kraven. Om ett institut väljer eller inte har möjligheten att anpassa sin verksamhet kommer de vara tvungna att avveckla sin verksamhet. Han har redan nu



sett institut som lagt ned hela eller delar av sin verksamhet. Detta anses problematiskt eftersom MiFID II ursprungligen hade som syfte att öka konkurrensen och fragmenteringen, och inte att tvinga mindre och medelstora aktörer att stänga ned.

#### 5.3.4 BÄSTA UTFÖRANDE

Wennerberg berättar under sin intervju att MiFID I ledde till en fragmentering av marknaden vilket gjorde att det behövde utvecklas automatisering och processer för att finna bästa pris. Han tror att det är viktig anledning till varför man i MiFID II valt att lägga stor vikt vid förbättring av just detta. Beckman beskriver också denna automatisering och berättar att vid orderläggning via en bank idag bestämmer systemet automatiskt var det bästa priset finns. Vid stora ordrar kan det däremot hända att ordern delas upp över flera marknadsplatser för att kunna hitta de bästa priserna med syfte att orderutförandet ska bli så bra som möjligt för kunden. Wennerberg anser att många av de förändringar som MiFID II medför är av godo, där han bland annat nämner just de ökade kraven för bästa utförande som positivt för investerarna. Trots detta bedömer han inte att den vanliga småspararen i övrigt påverkas i särskilt stor utsträckning av MiFID II eftersom marknaden ständigt är under utveckling och anpassar sig till regelverket allt eftersom.

Både Beckman och Wennerberg pratar om automatiseringen av handeln i termer av algoritmhandel, även kallat high-frequency-trading. Detta är något som utvecklats sedan MiFID I tillkom och som inte reglerades av det direktivet. Behovet av en ökad reglering kring denna typen av handel gjorde att man i MiFID II ökat regleringen av just detta. Fortsättningsvis menar även Wennerberg på att MiFID II är ett bra regelverk på så sätt att det är viktigt med ett enhetligt regelverk som skapar förutsättningar för likartade spelregler på den europeiska värdepappersmarknaden, detta då det ger bättre förutsättningar för handel. Genom en förbättrad handel kan transaktionskostnaderna minimeras vilket gynnar investerarna vid deras orderutförande. Dock beskriver Wennerberg att dokumentationskraven för värdepappersinstituten vid orderutförandet ökat. Detta tror han kommer resultera i att investerare begränsar sin handel till några få aktörer, vilket kommer att påskynda den utslagning av institut som tidigare beskrivits.

### 5.3.5 GENOMLYSNING

Den intervjuade från Swedbank beskriver att prissättningen historisk sett inte var särskilt genomlyst för produkter som har en mer komplicerad struktur. Wennerberg berättar att finanskrisen tydliggjorde att marknadens funktionssätt hade svagheter i avseende av exempelvis genomlysningen och handeln utanför de reglerade marknadsplatserna, så kallad Over-The-Counter handel. Vidare fokuserade man vid utformningen av MiFID II även på problem och utmaningar runt hur aktörerna hanterade risker på grund av att man saknade kontroller av exempelvis algoritmhandel och elektronisk handel. Man såg också att regelverket borde utvidgas till samtliga finansiella instrument, och inte endast omfatta aktier. Troedsson beskriver MiFID I som ett regelverk med fokus på aktiehandel, medan MiFID II sträcker sig längre än så och är betydligt mer omfattande. MiFID II behandlar även räntemarknaden och har stora krav på bland annat kostnadsredovisning och produktbeskrivningar, och dessutom ägnas mer fokus åt konsumentaspekter. Alla tre, den intervjuade från Swedbank, Wennerberg och Troedsson, nämner att det efter MiFID II ställs större krav på prisgenomlysning vilket innebär att produkter inte är lika lönsamma att sälja för de aktörer som erbjuder denna typ av produkter. Genom detta har till exempel vissa finansiella instrument försvunnit då de är för kostsamma att tillhandahålla på grund av alla nya krav.

Även Beckman nämner att en följd av MiFID II är den ökade prisgenomlysningen. Detta innebär att bankerna tydligare måste redovisa för kunden vad de tar betalt för och hur mycket. Tidigare har exempelvis kostnaden för analys varit inkluderad i courtaget. Detta blir framförallt problematiskt för fondbolagen eftersom de inte får lov att bekosta fondspararna för analys. Istället förväntas det att fondförvaltaren själv utför analysen. Alltså bedöms det bli svårare för värdepappersinstitut att ta betalt för analys vilket resulterar i att analyserna försämras. Jismark berättar också i sin intervju hur MiFID II lett till att värdepappersinstituten måste ha en större omsorgsplikt gentemot kunden och att det bland annat är därför genomlysningen för prissättning ökat markant.

Troedsson fortsätter att berätta om att en av värdepappersmarknadens viktigaste komponenter är just genomlysning, vilket är en av anledningarna till varför MiFID II lagt så stor vikt vid just detta. Det är samtidigt viktigt att genomlysningen blir rätt balanserad. Målsättningen är att alla affärer, stor som liten, ska kunna genomföras med minimal prispåverkan. En för hög grad av genomlysning

kan ibland motverka detta varför det ibland finns vissa möjligheter till att senarelägga genomlysningen. Troedsson belyser även MiFID II ur ett annat perspektiv och menar på att den informationsredovisning till kund som regelverket medfört ger kunderna större möjlighet att förstå vad de egentligen köper eller säljer och till vilket pris. Det är dock inte säkert att den stora mängden tillkommande information i praktiken också kommer att innebära att varje investeringsbeslut också baseras på mer information. Fortsätter man att titta på MiFID II ur ett investerarperspektiv kan man se att en rad olika konsekvenser uppkommit, beroende på vilket finansiellt instrument det är som handlas. Bland annat har, åtminstone initialt, genomlysningen försämrats för vissa derivatinstrument. Den stora utmaningen ligger i kostnaden att anskaffa information. Det finns en besvikelse på MiFID II eftersom kostnaden för sammanställning och tillhandahållande av information av marknadsdata är så stor. En aktiv fråga är således att kunna sänka denna kostnad till rimliga nivåer.

En av de största önskade effekterna som uppstått i samband med implementeringen av MiFID II och den ökade genomlysningen beskriver Wennerberg med Volymstakmekanismen, en reglering av så kallade dark pools. Volymstakmekanismen innebär att istället för att få en större genomlysning och bättre fungerande marknad så har fragmenteringen ökat. Även informationsspridningen i sig blir mer problematisk kostsam att följa om man får en fragmentering av marknaden. Fragmentering innebär med andra ord att det blir dyrare, mer kostsamt och mer komplicerat att följa information. Att MiFID II skulle innebära en ökad genomlysning tror Wennerberg dock inte är något som investerarna upplever. Förtroendet på värdepappersmarknaden är däremot något som han tror är stort, vilket investerare bör ha enligt hans åsikt.

Slutligen nämner Wennerberg informationsasymmetri på värdepappersmarknaden och många rubriker angående den försämrade informationsasymmetrin som uppdagades i tidningar i samband med debatten runt så kallad ”högfrekvenshandeln” runt 2010. Han ser det hela som en överdrift. Genomlysningen är i hans mening bra och han menar att det inte finns en sådan stor informationsasymmetri på aktiemarknaden som påstås, bland annat eftersom att stora investerare har tillgång till mycket av den informationen som krävs.

## 6. ANALYS

*Detta avsnitt sammankopplar empirin, det vill säga dokumentstudien och intervjuerna, med den teoretiska referensramen vilket mynnar ut i uppsatsens analys.*

### 6.1 INVESTERARSKYDD

De flesta investerare har enligt Stout (2002) ett tillitsfullt beteende vilket gör att de i första hand förlitar sig både på främlingar och aktörer samt regelverk på värdepappersmarknaden, snarare än att inte göra det. Eftersom investerare tenderar att ha ett högt förtroende för framförallt regelverk bör MiFID II ses som något positivt hos investerarna. De förlitar sig på att MiFID II är utformat på ett sätt där investerarskyddet är i fokus. Wennerberg nämner detta i sin intervju där han berättar att han tror att förtroendet för värdepappersmarknaden generellt sett är högt och att investerarna också bör ha det. Alla tillitsfulla investerare förlitar sig däremot inte helt och hållet enbart på aktörer på värdepappersmarknaden utan deras tillitsfulla beteende beror till viss stor del på förtroendet de har till statliga regelverk. Många investerare har enligt Stout (2002) inte så stor kunskap om vad regelverken egentligen reglerar utan de förutsätter att regelverken är utformade på ett sätt som skyddar dem, vilket kan tänkas vara en anledningarna till att investerarskydd är en av de mest centrala delarna för en fungerande värdepappersmarknad.

Både den intervjuade från Swedbank och Jismark beskriver att de tror att det finns en risk att det uppstår en informationsasymmetri mellan olika kundgrupper på värdepappersmarknaden. Mer precist beskriver respondenterna att instituten kommer att sakna incitament för att fortsätta erbjuda samtliga kunder kvalificerad rådgivning och att dessa då istället kommer att hänvisas till digitala rådgivningstjänster på grund av de ökade dokumentationskraven. De som endast erbjuds digital rådgivning kommer därmed inte att erbjudas samma rådgivning som innan MiFID II, detta gör att de missgynnas, vilket inte verkar vara det initiala syftet med direktivet. Även den intervjuade från Swedbank tror att denna kundgrupp kan komma att missgynnas av MiFID II eftersom det innebär mindre rådgivningstillfällen för dessa. Ytterligare exempel på en grupp som påverkas negativt av MiFID II är det Zander beskriver om att personer under 18 år får begränsade möjligheter i sin aktiehandel. Förvisso utgör inte denna kundgrupp en särskilt stor del av investerare på värdepappersmarknaden, men det visar ändå på att direktivet i vissa bemärkelser påverkar vissa

kundgrupper negativt och att det finns delar som kunde ha reglerats annorlunda för att undvika detta i mindre utsträckning.

Informationsasymmetrin som riskerar att uppstå mellan kundgrupperna som erbjuds olika typer av rådgivning kan tänkas bero på att den kvalificerade rådgivningen ges av en rådgivare som antas ha en god förståelse och kunskap om värdepappersmarknaden. Med andra ord bör rådgivaren oftast befinna sig i ett informationsöverläge relativt investerarna, vilket gör att de investerare som enbart har tillgång till digital rådgivning hamnar i underläge relativt de andra investerarna. Dessutom har rådgivaren med största sannolikhet tillgång till ett datorsystem som föreslår investeringsförslag baserat på algoritmer. Den digitala rådgivningen, å andra sidan, baseras endast på algoritmer vilket gör att kundgrupperna som enbart får tillgång till denna typen av rådgivning inte får ta del av den kunskap och information som ett kvalificerat rådgivningsmöte medför, därav befinner de sig i underläge. En sådan informationsasymmetri kan enligt Brown och Hillegeist (2007) resultera i en skev fördelning mellan investerare på värdepappersmarknaden. Detta eftersom de som endast erbjuds digital rådgivning kommer att ha ett annorlunda handelsmönster än de som erbjuds kvalificerad rådgivning. Detta stöds även av vad Healy och Palepu (2001) nämner om att företag oftast har ett informationsöverläge eftersom de har tillgång till mer och bättre information än vad investerarna har.

Vidare kan dock denna informationsasymmetri mellan kundgrupperna minska om den digitala rådgivningen fortsätter att utvecklas i samma takt som den övriga teknikutvecklingen. Den intervjuade från Swedbank beskriver att den digitala rådgivningen i Sverige ännu inte är särskilt utvecklad, i jämförelse med exempelvis USA där det används i desto större utsträckning. Utvecklingen i Sverige går dock åt USA:s håll vilket gör att det är högst troligt att den digitala rådgivningen kommer att efterlikna den kvalificerade rådgivningen allt mer och därmed bidra till att minska informationsasymmetrin. Om detta skulle ske är det även sannolikt att de kundgrupper som erbjuds kvalificerad rådgivning börjar använda sig av digital rådgivning, antingen som ett komplement eller som ett substitut. Eftersom mycket annat, såsom bolåneprocesser, sköts allt mer digitalt vänjer sig konsumenter vid detta vilket gör det möjligt att allt fler kommer att föredra att kunna ha även sin rådgivning digitalt.

Ytterligare en konsekvens av det ökade investerarskyddet är vad som lyfts i dokumentstudien gällande att värdepappersinstitut nu måste skilja på oberoende och annan typ av rådgivning. Det ökade investerarskyddet kring vem som får kalla sig oberoende rådgivare förhindrar att ett institut ger råd som enbart ligger i deras eget intresse, vilket gör att investerarens och institutens egenintresse inte står i konflikt med varandra. Detta resulterar i att vad Healy och Palepu (2001) beskriver som lemons problem, det vill säga den informationsasymmetri som föreligger mellan institut och investerare, löses med hjälp av att MiFID II reglerar vilken information som måste delges till investerarna vilket är till fördel för investerarna eftersom de då inte befinner sig i samma informationsunderläge. Vidare kan kraven på vem som får benämna sig som oberoende rådgivare resultera i att förtroendet hos investerarna på värdepappersmarknaden ökar då den oberoende rådgivningen innebär att de råd som ges enbart utgår från investerarens intresse.

## 6.2 HANDELSPLATTFORMAR

Som beskrivs i dokumentstudien har man i MiFID II ökat regleringen för handelsplattformar samt introducerat nya typer av handelsplattformar, så kallade OTF:er. En skillnad mellan handelsplattformarna är att på en MTF sker handel enligt icke-diskretionära regler vilket innebär att den som driver plattformen inte får genomföra en order för egen vinning. Genom att investerarna har kännedom om detta ökar deras förtroende för handeln på denna typ av plattform, vilket rimligen bör resultera i att handelsfrekvensen också ökar. Inte minst bör de mindre erfarna investerarnas förtroende påverkas positivt då de troligen ser denna reglering som en trygghetsfaktor då de kan förlita sig på att de som bedriver plattformen inte handlar för egen räkning.

Ytterligare utökade krav för handelsplattformar är att dessa är tvungna att tillgodose investerare med tillräckligt mycket information så att de kan ta välgrundade investeringsbeslut. En ökad delgivning av information gentemot investerare bidrar till att informationsasymmetrin investerare emellan samt mellan investerare och värdepappersinstitut minskar, det bidrar även till att förtroendet från investerarnas sida ökar eftersom de får ta del av mer information. Vidare syftar både MiFID I och MiFID II till att öka konkurrensen, vilket bland annat gjordes i MiFID I genom tillåtandet av etableringen av MTF:er som bidrog till att värdepappersmarknaden blev mer fragmenterad. I MiFID II riskerar dock denna konkurrensen att försämrats och fragmenteringen

således minska då många mindre och mellanstora institut, så kallade SME-företag, inte klarar av att bemöta de regelkrav MiFID II medför. Detta beskrivs, både av Troedsson och Wennerberg, kunna leda till att förtroendet försämras till följd av att investerarnas valmöjligheter begränsas. Detta i sin tur skulle kunna tänkas påverka handelsfrekvensen på marknaden då de flesta investerare enligt Stout (2011) är tillitsfulla och därför baserar sitt förtroende på de erfarenheter de får från värdepappersmarknaden. En minskad handelsfrekvens som följd av ett försämrat förtroende hos investerarna skulle påverka hela värdepappersmarknaden negativt.

### 6.3 BÄSTA UTFÖRANDE

Beckman och Wennerberg beskriver att utvecklingen av algoritmhandel, även kallat high-frequency-trading, varit omfattande sedan MiFID I infördes vilket gjorde att ett behov av en ökad reglering kring denna typen av handel uppstod. Dokumentstudien beskriver att MiFID II vid utförandet av bästa order måste ta pris, kostnad och skyndsamhet i beaktande. Genom utvecklingen av algoritmhandeln kan detta efterlevas i större utsträckning då dessa datorprogram arbetar snabbare och effektivare än vad människan manuellt sett är kapabel till att göra. Detta resulterar i att investerarnas ordrar har större möjlighet att utföras enligt reglerna om bästa utförande vilket bör påverka deras förtroende positivt eftersom orderna utförs med kundens bästa i åtanke.

Även om Wennerberg nämner att förtroendet för värdepappersmarknaden bör vara högt säger Beckman att det inte alltid har varit så stort som Wennerberg beskriver. Innan finanskrisen förlitade sig både investerare och värdepappersinstitut på att marknaden hade en god självreglering. Men efter följderna av finanskrisen blev det uppenbart att självregleringen inte var tillräckligt bra och därmed skadades det förtroende som fanns för värdepappersmarknaden. Den intervjuade från Swedbank beskriver att handeln minskat till följd av MiFID II och de ökade dokumentationskraven. Det minskade förtroendet från finanskrisen kan även haft en avgörande roll för att handeln minskat. Detta då de tillitsfulla investerarnas förtroende baseras på tidigare erfarenheter vilket gör att de troligtvis inte har samma tillit för värdepappersmarknaden som tidigare och därför inte vågar handla på den i samma utsträckning längre. Dessutom kommer det ta tid innan investerare som påverkats negativt på värdepappersmarknaden börjar handla igen trots att det nya direktivet trätt i kraft. Trots de ökade dokumentationskraven MiFID II medför kan det dock som tidigare beskrivits tänkas att investerarnas handel kan öka igen genom att investerarnas

förtroende påverkas av kännedomen om vilka aspekter som tas i beaktande för bästa orderutförande.

Vidare tar dokumentstudien upp förändringen att värdepappersinstitut inte får lov att ta emot någon typ av ersättning och dessutom måste kommunicera de riktlinjer som institutet använder sig av vid utförandet av en order. Även om detta innebär ett ökat informationsflöde för investerarna så är detta ändå ytterligare något som kan leda till att investerarnas förtroende förbättras, vilket även Wennerberg beskriver genom att säga att förändringarna kring bästa orderutförande initialt är av godo.

#### 6.4 GENOMLYSNING

MiFID II ställer som bekant större krav på graden av genomlysning vilket kan bidra till att minska informationsasymmetrin mellan kundgrupperna eftersom samtliga investerare nu har möjlighet att ta del av information som tidigare inte redovisats och därmed reduceras risken att någon kundgrupp befinner sig i informationsunderläge relativt andra kundgrupper. Detta gör att kundgruppernas handelsmönster inte bör skilja sig åt i samma utsträckning som tidigare i samband med MiFID II:s ökade krav på genomlysning. Jismark nämner dock att många av deras kunder upplever de ökade kraven om informationsinhämtning som MiFID II kräver som överflödiga. De ökade genomlysningskraven beskriver Troedsson även kan bidra till en förvirring både gällande möjligheten att ta till sig information och att avgöra dess trovärdighet. Detta i sin tur kan påverka investerarnas förmåga att ta, för dem, rätt investeringsbeslut. En konsekvens av detta kan tänkas vara att handeln minskar till följd av de ökade dokumentationskraven och förvirringen kring den information som delges.

Den intervjuade från Swedbank berättar om hur kraven på prisgenomlysning kan komma att påverka investerare. Bland annat nämns att produkter med komplicerad struktur kommer att försvinna eftersom det inte längre blir lönsamt för instituten att erbjuda dem. Ytterligare följer som MiFID II kan få för investerare är den försämrade analysen som också beskrivs vara en konsekvens av de ökade kraven på prisgenomlysning. Det blir svårare för värdepappersinstitut att ta betalt av investerare för analys. Fondbolag får till exempel inte längre lov att bekosta fondspararna för det, vilket beskrivs resultera i att analyserna försämras. Även detta är något som



kan påverka investerarnas förtroende negativt för både direktivet och värdepappersinstituten då de kan upplevas som att direktivet snarare missgynnar än gynnar dem och deras investeringar. Stout (2002) skriver om hur en reglering kan påverka förtroende på värdepappersmarknaden och i detta fall skulle det göra just detta, fast i en negativ bemärkning. Däremot finns det fortfarande en möjlighet att det finns vissa investerare som anser att den ökade prisgenomlysningen väger upp de negativa konsekvenserna som det medför, vilket skulle kunna kompensera upp det försämrade förtroende som andra investerare får. Ytterligare en förändring i MiFID II som kan innebära ett ökat förtroende hos investerare är vad som beskrivs i dokumentstudien om ökade redovisningskraven på de systematiska internhandlarna. Detta är inte något som nämns specifikt av någon respondent, men det kan ändå ses som en förändring som är till investerarnas fördel och därmed kan öka deras förtroende för värdepappersmarknaden som helhet.

Det förtroende investerare har för värdepappersmarknaden som beskrivs ha försämrats som följd av finanskrisen 2008 är möjligt att återuppbyggas på nytt. Genom att investerare upplever effekterna av MiFID II:s ökade genomlysningskrav kan förtroendet återuppbyggas när de får nya, positiva erfarenheter från både värdepappersmarknaden och instituteten. Värdepappersmarknaden måste dock fortsättningsvis ta väl hand om de tillitsfulla investerarna eftersom det är på grund av denna typ av investerare som värdepappersmarknaden ser ut som den gör idag, vilket är ett stort incitament till de förändringar som gjorts i MiFID II.

## 7. SLUTSATS

*I följande avsnitt sammanfattas resultatet och slutsatserna presenteras. Det förs även en diskussion kring tankar som uppkommit längs arbetets gång och avslutningsvis ges förslag på vidare forskning.*

### 7.1 SLUTSATS

Uppsatsens syfte är att undersöka hur MiFID II har påverkat förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden genom att undersöka områdena investerarskydd, handelsplattformar, bästa utförande samt genomlysning. Tillitsfulla investerare har enligt Stout (2002) ett högt förtroende till regelverk och förtroende är som tidigare beskrivits av både Colombo (2010) och Berg, Dickhaut och McCabe (1995) en kritisk ingrediens för en välfungerande värdepappersmarknad. Det finns därmed incitament till att skapa en reglering med investerare i fokus för att förbättra deras förtroende samt återbygga förtroendet hos de investerare som haft negativa upplevelser på värdepappersmarknaden, exempelvis från finanskrisen 2008. Författarna kan konstatera att MiFID II har ökat förtroendet hos investerare där regelverket haft stort fokus på förbättrat investerarskydd och ökad genomlysning. Dock är en konsekvens av MiFID II att SME-företag kan tvingas stänga ner, vilket leder till försämring av konkurrensen och fragmenteringen på värdepappersmarknaden. Vid försämrad konkurrens får investerarna färre valmöjligheter vilket kan göra att deras förtroende för direktivet och värdepappersmarknaden blir något lägre.

Informationsasymmetrin mellan investerare och värdepappersinstitut kommer som följd till MiFID II både öka och minska. Enligt Brown och Hillegeist (2007) minskar informationsasymmetrin mellan investerare på värdepappersmarknaden vid ökad genomlysning. De ökade genomlysningskraven både för prisgenomlysning och handelsplattformar i MiFID II innebär därmed att informationsasymmetrin minskar eftersom de oinformerade investerarna nu får ta del av mer information än tidigare vilket gör att gapet mellan oinformerade och informerade investerare därmed minskar. En konsekvens av MiFID II:s ökade dokumentationskrav gör att vissa investerare enbart kommer erbjudas digital rådgivning, vilket gör att det uppstår en informationsasymmetri mellan dessa grupper. Författarna tror dock att denna informationsasymmetri kommer att minska om den digitala rådgivningen konvergerar med den

kvalificerade då det skulle resultera i att det informationsunderläge som oinformerade investerare befinner sig i reduceras.

Slutsatserna som författarna kommit fram till är både lika och olika föregående studier inom området. Som diskuterades i problemdiskussionen har tidigare studier av MiFID I konstaterat att det föreligger en informationsasymmetri mellan investerare på värdepappersmarknaden, vilket även denna uppsats kom fram till. Orsakerna bakom det skiljer dock sig åt. De tidigare studierna föreslår en ökad reglering som en möjlig åtgärd mot informationsasymmetrin, vilket författarna beskriver att MiFID II genom sina ökade krav på genomlysning kan bidra till att göra. De tidigare studierna tar även upp den ökade fragmenteringen som följd av att MTF:er började etableras i samband med MiFID I. I denna studie har det dock observerats att fragmenteringen snarare kan komma att minska, åtminstone ur ett kortsiktigt perspektiv, eftersom att antalet aktörer på värdepappersmarknaden kan komma att reduceras på grund av MiFID II.

## 7.2 DISKUSSION

Vad som utmärkt sig i uppsatsens slutsatser, och som för författarna visade sig vara en större konsekvens än förväntat, är den effekt MiFID II dels redan har fått, och även riskerar att få för SME-företag och således konkurrensen på värdepappersmarknaden. Redan under den korta tidsperiod regelverket har varit implementerat beskrev Troedsson att de på Svenska Fondhandlareföreningen haft medlemmar som tvingats lägga ned sina verksamheter. Ytterligare en reflektion är kring den uppdelning av rådgivning mellan olika kundgrupper som riskerar att uppstå. I slutsatsen konstaterades att det som följd kan uppstå en informationsasymmetri mellan dessa kundgrupper. Även om detta kan vara en eventuell konsekvens för investerare finns ändå möjligheten att denna informationsasymmetri i ett längre perspektiv kan minska. Detta eftersom om den tekniska utvecklingen fortsätter i samma takt är det möjligt att digital rådgivning, och roboadvice, också utvecklas fortare och därmed kan erbjuda mer kvalificerad rådgivning än vad som kan göras idag. Därmed skulle de olika kundgruppernas förutsättningar för att ta investeringsbeslut börja konvergera. Ytterligare ett resultat som författarna inte förväntade sig är att investerarnas förtroende skulle både öka och minska som följd av förändringarna i MiFID II. Eftersom direktivet är utformat på ett sätt där det initiala syftet bland annat är att öka skyddet för investerare förväntas det rimligen att investerarnas förtroende för värdepappersmarknaden bör öka.

Dock är det svårt att förutse hur ett nytt direktiv kommer att påverka investerare och värdepappersmarknaden vilket gör att slutsatsen om att förtroendet kan minska inte är orimlig.

Gällande den teoretiska referensramen om att förtroende endast baseras på tidigare erfarenheter är det inte nödvändigtvis något som behöver stämma överens med verkligheten. Förtroende kan även tänkas stärkas genom att investerare får insikten om att regleringen av värdepappersmarknaden förbättrats med syfte att öka investerarskyddet. Det är därför mer troligt att investerares förtroende för värdepappersinstitut och värdepappersmarknaden snarare är en kombination av dessa två. Som nämnt tidigare finns det däremot en risk att regelverket ändå kan uppfattas som överflödigt av investerare i vissa avseende, vilket även belyses i intervjuerna där det förklaras att en del investerare anser att regelskaparna gått för långt i den informationsinsamling som krävs. Detta kan göra att investerarnas förtroende för regelverket och värdepappersinstitut inte ökar om de istället uppfattar regelverket som överflödigt.

Vid genomförandet av intervjuerna har respondenterna bidragit till en del intressanta insikter och reflektioner kring regelverket som inte lyfts av intervjumallen. Dessa insikter och reflektioner har lett till en djupare förståelse för regelverket. Det är däremot viktigt att belysa att svaren respondenterna givit påverkats av en viss subjektivitet, inte minst med tanke på att de flesta av dem tillhör något värdepappersinstitut som de troligtvis vill framställa i god dager. För att komma fram till mer generella slutsatser hade det varit önskvärt att både intervjua fler respondenter samt intervjua någon statlig myndighet då de kan tänkas inneha ett mer objektiva perspektiv än de i denna uppsatsen tillfrågade värdepappersinstitut. Vidare hade det varit intressant att få olika typer av investerares syn på uppsatsens frågeställningar eftersom de hade kunnat bidra till uppmärksammande av aspekter som inte lyfts i dokumentstudien eller av de tillfrågade respondenterna. Där kan man tänka sig att tillfråga både investerare i form av småsparare, samt mer erfarna investerare som handlar mer frekvent och med mer komplicerade instrument. Å andra sidan, hade det varit en svårighet att finna tillräckligt många investerare som förstår regelverkets innebörd och som innehar tillräckliga erfarenheter från värdepappersmarknaden för att rättvisande slutsatser skulle kunna tas.

Slutligen anser författarna att studien lyckats besvara uppsatsens frågeställning och därmed bidragit till att förklara hur MiFID II påverkar förtroendet och informationsasymmetrin hos investerare på den svenska värdepappersmarknaden. Vidare anser författarna att uppsatsen medfört ett kunskapsbidrag inom området och lyckats bidra till överbryggandet av det empiriska gap som inledningsvis beskrevs finnas mellan MiFID I och MiFID II.

### 7.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Efter att ha studerat hur MiFID II påverkar förtroendet och informationsasymmetrin hos investerarna på den svenska marknaden har det uppmärksammats en del områden som skulle vara av intresse att forska vidare inom. Främst skulle denna undersökning kunna göras på nytt om ett par år, då MiFID II varit implementerat under en längre period på värdepappersmarknaden. Förslagsvis skulle denna undersökning då kunna genomföras med hjälp av en kombination av kvalitativ och kvantitativ forskningsmetod för att utreda direktivets påverkan efter att direktivet fått verka under en längre period, samt huruvida syftet med en harmoniserad värdepappersmarknad uppnåtts. En sådan undersökning skulle troligtvis kunna presentera ett mer konsekvent och verklighetsbaserat resultat eftersom direktivet då fått verka i praktiken under en längre period.

Något författarna diskuterat under studiens genomförande är möjligheten att den tekniska utvecklingens framfart skulle kunna göra att den digitala rådgivningen, det vill säga roboadvice, utvecklas fortare och därmed kommer kunna erbjuda mer kvalificerad rådgivning. Därmed skulle det vara av intresse att, i ett senare skede, undersöka vad utvecklingen av roboadvice på den svenska värdepappersmarknaden gett för utslag för investeringsrådgivning och hur detta påverkat den informationsasymmetri man idag tror kan uppstå mellan de olika kundgrupperna samt huruvida den digitala och kvalificerade rådgivningen börjat konvergera. Författarna skulle även finna det av intresse att undersöka den fortsatta påverkan på värdepappersmarknaden i termer av fragmentering. Till exempel skulle man kunna undersöka vidare hur konkurrensen på värdepappersmarknaden ser ut om ett par år och hur det påverkat fragmenteringen på den. Slutligen skulle man kunna genomföra en liknande undersökning som gjorts i denna uppsats på någon annan marknad i Europa som inte är den svenska marknaden. Vid en sådan undersökning skulle man kunna titta på huruvida likheter och skillnader förekommer mellan olika länders värdepappersmarknader inom EU.

## REFERENSER

- Alvehus, J. (2013). *Skriva uppsats med en kvalitativ metod: en handbok*. 1. uppl. Liber.
- Baker, K. H., & Nofsinger, R.J. (2010). *Behavioral Finance Investors, Corporations, and Markets*. John Wiley & Sons Inc.
- Berg, J., Dickhaut J. & McCabe, K. (1995). Trust, Reciprocity, and Social History. *Games and Economic Behavior*, vol. 10, no. 1, pp. 122-142.
- Bolund, P & Alpen. M. (2017). Lagrådsremiss - Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR). Tillgänglig Online:  
<http://www.regeringen.se/48f3fd/contentassets/96124c8c82b64d10a526a34f26284243/nya-regler-om-marknader-for-finansiella-instrument-mifid-ii-och-mifir> [Hämtad 2018-05-15]
- Brown, S., Hillegeist, A.S. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, vol. 12, no. 2-3, pp. 443-447
- Bryman, A. (2011). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber.
- CESR, The Committee of European Securities Regulators. (2007). Best Execution under MiFID [pdf]. Tillgänglig Online:  
[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07\\_320.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf) [Hämtad 2018-04-05]
- Colombo, J.R. (2010). The Role of Trust in Financial Regulation. *Villanova Law Review*, vol.55, no. 3, pp.577-602. Tillgänglig Online:  
[http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/vllalr55&div=22&g\\_sent=1&casa\\_token=&collection=journals](http://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/vllalr55&div=22&g_sent=1&casa_token=&collection=journals) [Hämtad 2018-04-06]
- Degryse, H., de Jong, F. & van Kervel. V. (2011). Equity market fragmentation and liquidity: the impact of MiFID. Tillgänglig Online:

<https://pdfs.semanticscholar.org/3279/31ac1773878118674b77d7c4a75aaf230248.pdf> [Hämtad 2018-04-13]

Diamond, D.W., Verrecchia, R.E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 1342-1359.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

European Commission. (2018). Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): Frequently Asked Questions. Tillgänglig Online: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-07-439\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en) [Hämtad 2018-04-02]

European Securities and Markets Authority (ESMA). (2014). Final Report, ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR [pdf]. Tillgänglig Online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569\\_final\\_report\\_-\\_esmas\\_technical\\_advice\\_to\\_the\\_commission\\_on\\_mifid\\_ii\\_and\\_mifir.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf) [Hämtad 2018-04-19]

European Securities and Markets Authority (ESMA). (u.å). MiFID II. Tillgänglig Online: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir> [Hämtad 2018-04-13]

Finansinspektionen. (2017). Reglerna i korthet. Tillgänglig Online: <https://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/reglerna-i-korthet/> [Hämtad 2018-04-10]

Finansinspektionen (2004). Värdepappersföretagens rutiner vid kundorder [pdf]. Tillgänglig Online: [https://www.fi.se/contentassets/d1ee9fb338b3485fb63be1207519e6c8/2004\\_7.pdf](https://www.fi.se/contentassets/d1ee9fb338b3485fb63be1207519e6c8/2004_7.pdf) [Hämtad 2018-07-10]

Healy, M.P & Palepu, G.K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, vol. 31, no 1-3, pp.405-440

Hodge F.D., Kennedy, J.J., Maines, L.A. (2004). Does Search Facilitating Technology Improve the Transparency of Financial Reporting? *The Accounting Review*, vol. 79, no 3, pp. 687-702.

Inderst, R. (2009). Retail Finance: Thoughts on Reshaping Regulation and Consumer Protection after the Financial Crisis. *European Business Organization Law Review*, vol. 10, no. 3, pp. 455-464.

Lagrådet. (2017). Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR) [pdf]. Tillgänglig Online: [http://www.lagradet.se/yttranden/Nya%20regler%20om%20marknader%20for%20finansiella%20instrument%20\(MiFID%20II%20och%20MiFIR\).pdf](http://www.lagradet.se/yttranden/Nya%20regler%20om%20marknader%20for%20finansiella%20instrument%20(MiFID%20II%20och%20MiFIR).pdf) [Hämtad 2018-05-22]

Regeringen. (u.å.). Lagrådsremiss. Tillgänglig Online: <https://www.regeringen.se/rattsdokument/lagratsremiss/> [Hämtad 2018-05-20]

Nordea. (u.å.). MiFID Direktivet om marknader för finansiella instrument [pdf]. Tillgänglig Online: <https://www.nordea.com/Images/37-44518/MiFID-informationsbroschyr.pdf> [Hämtad 2018-04-02]

Nordgaard, O., Willix, C. (2008). Effekten av ett EUDirektiv – En utvärdering ur konkurrenssynvikel. Handelshögskolan vid Umeå universitet. Tillgänglig Oline: <http://www.diva-portal.se/smash/get/diva2:174746/FULLTEXT03.pdf> [Hämtad 2018-04-01]



SOU 2006:50. Finansdepartementet. En ny lag om värdepappersmarknaden. Tillgänglig Online: <http://www.regeringen.se/contentassets/2a40deb491e94644bdddef2e9f28f0a5/en-ny-lag-om-vardepappersmarknaden-sou-200650> [Hämtad 2018-03-28]

SOU 2015:2. Regeringen. Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR. Tillgänglig Online: <https://www.regeringen.se/49bb2f/contentassets/41dd7f9e65a64c3ea312af020dc57931/vardepappersmarknaden-mifid-ii-och-mifirdel-1-sou-20152> [Hämtad 2018-04-01]

Stout, L.A. (2002). The Investor Confidence Game. Cornell Law Faculty Publications. *Brooklyn Law Review*, vol. 68, no. 2, pp. 407-437

Stout, L. A. (2009). Trust behavior: The Essential Foundation of Securities Market. *UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper*, no 09-15.

Stout, L. A., Blair, M.M. (2001). Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law. *Univeristy of Pennsykvania Law Review*.

## BILAGA 1 – INTERVJUMALL

- Vad tror du anledningarna var till att man behövde vidareutveckla den första versionen av regelverket (MiFID I)?
- Vad tror du syftet med införandet av MiFID I respektive MiFID II var?
- Tycker du att direktivet behövs? Varför? Varför inte?
- Tror du att direktivet kommer gå att leva upp till?
- Tror du att handeln med värdepapper kommer att öka eller minska till följd av MiFID II?
- Finns där något annat som är av vikt för oss att ha med oss om införandet av MiFID II och konsekvenserna av denna implementering?
- Märker du/din organisation av något förändrat beteende bland investerare efter MiFID:s införande? (Både MiFID I och II)
- Har du/din organisation sett någon förändring på investerarnas förtroende? Exempelvis genom ökad/minskad handel, alternativt att handeln flyttats från traditionella börser till MTF:er.
- När man läser om MiFID får man snabbt uppfattningen om att regelverket till stor del handlar om att skydda investerarna. När vi läst olika artiklar har vi dock upptäckt att det finns flera saker som varit bristfälliga, såsom fragmentering av handelsplatserna samt informationsasymmetri. Finns det några brister med MiFID som du/ni observerat och som kanske inte blivit exakt som intentionen var?
- Hur ser du på den informationsasymmetri som förekommer på de olika handelsplatserna? En del artiklar vi läst menar på att informationsspridningen inte är tillräckligt bra för att investerare ska kunna fatta tillräckligt välgrundade beslut.
- Vad tror du de främsta konsekvenserna kommer att bli för investerarna efter implementeringen av MiFID II?
- Hur påverkar MiFID er organisation och ert arbete?
- Vad tror du de främsta konsekvenserna kommer att bli för värdepappersföretagen efter implementeringen av MiFID II?

- Upplever du att det skett någon omallokering gällande vilka handelsplattformar som orderavsluten görs på? Exempelvis om majoritet av avsluten görs på Aktietorget eller Nasdaq.