



EUROPEISKA GEMENSKAPERNAS KOMMISSION

Bryssel den 12.12.2006  
KOM(2006) 789 slutlig

**MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET OCH  
EUROPAPARLAMENTET**

**Investeringsanalys och finansanalytiker**

**{SEK(2006) 1655}**

# MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET OCH EUROPAPARLAMENTET

## Investeringsanalys och finansanalytiker

(Text av betydelse för EES)

### 1. INLEDNING

Detta meddelande syftar till att inventera och ge intressenter praktisk vägledning om bestämmelserna i aktuell EU-lagstiftning som rör investeringsanalys och finansanalytiker och att besvara rapporten från Forumgruppen om finansanalytiker (Forum Group on Financial Analysts)<sup>1</sup>, som medverkade till utformningen av den lagstiftningen.

Detta meddelande behandlar i huvudsak frågor som rör intressekonflikter, och beskriver den huvudsakliga EU-lagstiftning som särskilt tar upp den frågeställningen. I det sista avsnittet behandlas andra frågor (registrering av analytiker, oberoende investeringsanalys, emittenters relationer med analytiker samt utbildning av investerare).

### 2. BAKGRUND

#### 2.1. Investeringsanalysens roll

Lätt tillgänglig finansiell information av olika slag garanterar korrekt prissättning, hjälper emittenter att anskaffa lånat kapital eller eget kapital på primära marknader och säkerställer djupa och likvida andrahandsmarknader för finansiella instrument.

Finansanalytiker som upprättar investeringsanalyser spelar en viktig roll i den finansiella informationens "ekosystem" som ger näring åt de finansiella marknaderna. Analytiker omvandlar obearbetad information till mer lättsmälta analysbitar. Analysen kommer i sin tur att användas av investerare som stöd för deras investeringsbeslut eller av mellanhänder för att ta fram investeringsanalyser, investeringsråd eller marknadsinformation.

Regleringen av investeringsanalysverksamhet eller av finansanalytiker som skapar den måste därför vara lämpligt utformat för att fånga upp analysverksamhetens många olika roller. Det är också ytterst viktigt att se till att sådan eventuell reglering i så liten utsträckning som möjligt begränsar det informationsflöde som är potentiellt värdefullt för investerare.

---

<sup>1</sup> Forum Group, Financial Analysts: Best practices in an integrated European financial market (september 2003). Se [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/transparency/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/transparency/index.htm)

## 2.2. Lagenlig granskning av investeringsanalys

Sedan bubblan brast i den s. k. nya ekonomin år 2000 och efter de därpå följande mycket uppmärksammade företagskrascherna, har investeringsanalysen värde och integritet stått under ökad granskning från tillsynsmyndigheters sida över hela världen.

I EU diskuterades vid ekonomi- och finansministrarnas informella möte i Oviedo i april 2002 ekonomisk-politiska frågeställningar särskilt med hänvisning till Enron-kraschen, och bland andra initiativ uppmanades kommissionen att överväga möjliga lagstiftningsinitiativ på området för investeringsanalysverksamhet.

Kommissionen sammankallade därefter Forumgruppen om finansanalytiker (Forum Group on Financial Analysts), bestående av yrkesutövare i den privata sektorn, oberoende konsulter, tillsynsmyndigheter och branschorganisationer, för att överväga frågan. Gruppens rapport släpptes i september 2003 och blev därefter föremål för ett offentligt samråd.

Detta meddelande utgör kommissionens svar på Forumgruppens rapport och det offentliga samrådet. Innan svaret avgavs var det först nödvändigt att slutföra EU-lagstiftningen som behandlar investeringsanalysverksamheten. Detta skedde slutligen i september 2006 i om med att tillämpningsföreskrifterna för marknaderna i direktivet om finansiella tjänster<sup>2</sup> antogs.

Den tekniska kommittén inom den internationella organisationen för börstillsynsmyndigheter (International Organization of Securities Commissioners' Technical Committee (IOSCO)) offentliggjorde en rapport<sup>3</sup> och ett principuttalande<sup>4</sup> om finansanalytikers intressekonflikter. Dessa dokument diskuteras närmare i det följande.

Forumgruppens rapport och IOSCO-rapporten jämte principuttalandet har medverkat till att forma regleringsdiskussionen om finansanalytiker. Den diskussionen har i stor utsträckning inriktats på de potentiella riskerna för dålig konfliktantering inom företag som utarbetar investeringsanalyser som kan leda till vinklade analyser.

Finansanalytiker konfronteras med en hel rad potentiella konflikter som kan försämra deras objektivitet. De kan utsättas för påverkan med hänvisning till företagets intressen, eller till vissa kundgruppers intressen som strider mot intressena hos dem som analyserna riktar sig till. Som exempel på sådana intressen kan nämnas emittenters intresse av att disponera sina värdepapper, och företagsfinansiärers intresse av att dra till sig och behålla emissions- och

---

2 Se avsnitt 5 nedan.

3 IOSCO Technical Committee, Report on Analyst Conflicts of Interest (september 2003), se <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD152.pdf>

4 IOSCO Technical Committee, Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest (september 2003), se <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>

placeringsrelaterad verksamhet. Företaget självt, om det handlar för egen räkning, kommer att ha ett intresse av att sälja finansiella instrument. Om företaget bedriver verksamhet som ombud, exempelvis förmedling av värdepapper på provisionsbasis, kommer det att ha ett kommersiellt incitament att skapa order. Alla dessa intressen kan inverka negativt på analytikerns objektivitet.

### 2.2.1. *Forumgruppens rapport*

Inriktningen av Forumgruppens rapport låg också på att förhindra, styra, övervaka och upplysa om intressekonflikter som sammanhänger med investeringsanalysverksamhet. Rekommendationerna fokuserade särskilt på följande: Intressekonflikter till följd av analytikerns medverkan i värdepappersmissioner: God affärsed för bolag som emitterar värdepapper, ersättning till analytiker, analytikerns värdepappershandel, kvalifikationer, och distribution av investeringsanalyser till detaljistmarknaden. I **bilaga 1**<sup>5</sup> anges mer detaljerat Forumgruppens rekommendationer.

Kommissionen begärde in synpunkter på Forumgruppens rekommendationer och av dessa framgick att det fanns brett stöd för det principbaserade synsätt som föreslagits av Forumgruppen, liksom för många av gruppens särskilda rekommendationer, bland annat de som gäller hantering av intressekonflikter. Det uttrycktes ett visst stöd för en europeisk regleringsram för att fastställa minimistandarder. Det uttrycktes emellertid också en önskan om att europeiska standarder så långt möjligt bör vara förenliga med dem som antagits inom andra stora jurisdiktioner<sup>6</sup>.

### 2.2.2. *IOSCO-rapporten och principuttalandet*

Även om de inte är juridiskt bindande för medlemsstaterna eller gemenskapen som helhet<sup>7</sup> utgör IOSCO:s principer inte desto mindre ett starkt övertygande argument. De är ett försök av tillsynsmyndigheterna som är medlemmar i IOSCO att nå enighet, på ett principiellt plan, om viktiga frågeställningar som rör tillsyn av värdepappershandel. På området investeringsanalys, där många tillhandahållare av investeringsanalyser är globala aktörer, är det särskilt önskvärt om regleringsmyndigheter kan införa konsekventa regler.

De principer tagits fram av IOSCO:s tekniska kommitté inriktar sig på följande:

- Att kartlägga och eliminera, undvika, hantera eller upplysa om intressekonflikter som analytiker ställs inför.

---

5 Samtliga bilagor som det hänvisas till i detta meddelande återfinns i följande arbetsdokument från kommissionens avdelningar: "Investment research and financial analysts – Bilagor" (referens SEC(2006) 1655) (föreligger endast på engelska)

6 För närmare detaljer hänvisas till sammanfattningen av svaren på följande webbadress: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/analysts/contributions/contributions-summary_en.pdf)

7 Det är viktigt att i detta sammanhang notera att Europa representeras i IOSCO endast på nivån tillsynsmyndigheter från vissa medlemsstater.

- Analytikernas integritet och deras analysresultat, och
- att utbilda investerare om de faktiska och potentiella intressekonflikter som analytiker ställs inför.

Principerna och de respektive nyckelåtgärderna för att genomföra dessa principer anges i **bilaga 2**.

Även om principerna fokuserar på verksamheten för analytiker som är knutna till säljsidan av värdepappershandeln (dvs. se som arbetar i integrerade investmentbanker eller på mäklar-handlarföretag), nämns särskilt att analytiker på försäljningssidan på intet sätt är ensamma om att ställas inför sådana intressekonflikter och att idéer som utvecklats i det här arbetet skulle kunna omsättas på andra områden<sup>8</sup>, och att den åtföljande rapporten faktiskt särskilt nämner "intressekonflikter som analytiker på säljsidan ställs inför när de upprättar värdepappersanalyser, liksom de företag som anställer dem"<sup>9</sup>.

### 3. EU-LAGSTIFTNING SOM BEHANDLAR INTRESSEKONFLIKTER PÅ OMRÅDET FÖR INVESTERINGSANALYS

Två viktiga delar av EU-lagstiftningen inbegriper bestämmelser som behandlar frågan om intressekonflikter som sammanhänger med investeringsanalysverksamhet. De är direktivet om marknadsmissbruk<sup>10</sup> och direktivet om marknaderna i direktivet om finansiella instrument<sup>11</sup> (MiFID). Direktivet om marknadsmissbruk och dess tillämpningsföreskrifter har trätt i kraft i alla medlemsstater. Medlemsstaterna skall införliva MiFID och dess genomförandebestämmelser i sin lagstiftning senast den 31 januari 2007 och börja att tillämpa dem och med den 1 november 2007.

#### 3.1. Direktivet om marknadsmissbruk

Artikel 6.5 i direktivet om marknadsmissbruk innehåller ett krav på att personer som tar fram eller sprider information som rekommenderar eller föreslår en viss investeringsstrategi, avsedd att spridas genom distributionskanaler eller direkt till allmänheten, visar rimlig aktsamhet när det gäller att säkerställa att sådan information presenteras på ett rättvisande sätt och att de upplyser om sina intressen eller anger intressekonflikter som berör de finansiella instrument som informationen avser.

---

8 Se punkt 2 i IOSCO:s principuttalande.

9 Avsnitt V, s. 14 i IOSCO:s rapport.

10 Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). EUT L 96, 12.4.2003, s. 16.

11 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. EUT L 145, 30.4.2004, s. 1. Ändrat genom Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/31/EG av den 5 april 2006 om ändring av direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument, vad gäller vissa tidsfrister. EUT L 114, 27.4.2006, s. 60.

I direktiv 2003/125/EG<sup>12</sup>, som genomför artikel 6.5 i direktivet om marknadsmissbruk, fastställs en heltäckande ordning för upplysningar om intressekonflikter som har samband med rekommendationer i finansiella analyser (se **bilaga 3** för en sammanfattning).

I direktivet om marknadsmissbruk och dess tillämpningsdirektiv 2003/124/EG<sup>13</sup> och 2004/72/EG<sup>14</sup> hindras också emittenter från att lämna ut priskänslig information till utvalda analytiker i förväg innan de lämnas ut till resten av marknadsaktörerna.

Direktivet om marknadsmissbruk och dess tillämpningsbestämmelser är inte begränsade till att enbart omfatta investeringsföretag i den mening som avses i MiFID<sup>15</sup> och påverkar andra aktörer som utarbetar rekommendationer, som exempelvis oberoende analysfirmor, kreditinstitut och liknande företag.

## 3.2. MiFID

I MiFID fastställs bland annat organisatoriska och driftsmässiga villkor för auktoriserade värdepappersföretag. När ett värdepappersföretag tillhandahåller investeringstjänster på yrkesmässig grund till tredje man, måste det normalt sett vara auktoriserat enligt MiFID och uppfylla alla dess krav. Detta omfattar också tillhandahållandet av sidotjänster som exempelvis "investerings- och finansanalys samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument"<sup>16</sup>. De bestämmelser som särskilt hänför sig till investeringsanalys återfinns i ett tillämpningsdirektiv till MiFID (MiFID:s tillämpningsdirektiv)<sup>17</sup>.

### 3.2.1. Riktlinjer för intressekonflikter

MiFID behandlar frågan om intressekonflikter allmänt genom att kräva att värdepappersföretagen gör följande:

- 
- 12 Kommissionens direktiv 2003/125/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller skyldigheten att presentera investeringsrekommendationer sakligt och att uppege intressekonflikter. EUT L 339, 24.12.2003, s. 73.
  - 13 Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan, EUT L 339, 24.12.2003, s. 70.
  - 14 Kommissionens direktiv 2004/72/EG av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller godtagen marknadspraxis, definition av insiderinformation rörande råvaruderivat, upprättande av förteckningar över personer som har tillgång till insiderinformation, anmälan av transaktioner som utförs av personer i ledande ställning och rapportering av misstänkta transaktioner, EUT L 162, 30.4.2004, s. 70.
  - 15 Enligt definitionen i artikel 4.1.1 i MiFID.
  - 16 Investerings-tjänster är de tjänster som anges i avsnitt A i **bilaga 1** till MiFID. Sidotjänster är de som anges i Avsnitt B i den bilagan.
  - 17 Kommissionens direktiv 2006/73/EG om genomförandet av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG vad gäller organisatoriska krav och villkor för verksamheten i värdepappersföretag, och definitioner för tillämpning av det direktivet EUT L 241, 27.04.2006, s. 26.

- Vidtar alla rimliga försiktighetsåtgärder för att identifiera relevanta intressekonflikter som kan uppstå i samband med tillhandahållande av investeringstjänster eller sidotjänster<sup>18</sup>.
- Fastställer och tillämpar effektiva organisatoriska och administrativa förfaranden så att alla rimliga försiktighetsåtgärder vidtas för att förhindra att deras kunders intressen påverkas negativt av intressekonflikter<sup>19</sup>.
- Om dessa organisatoriska arrangemang inte är tillräckliga för att ge rimliga garantier för att det effektivt förhindras att kundernas intressen påverkas negativt, skall värdepappersföretaget klart och tydligt informera kunden om den allmänna arten av och/eller källorna till intressekonflikterna innan den åtar sig verksamhet för dennes räkning<sup>20</sup>.

I tillämpningsdirektivet till MiFID preciseras att värdepappersföretag bör anta en skriftlig policy med avseende på intressekonflikter i vilken de anger hur de avser att lösa intressekonflikter som kan uppkomma inom ramen för deras olika investerings- och sidoverksamheter, inklusive tillhandahållandet av investeringsanalyser<sup>21</sup>. Ett ytterligare nyckelkrav är behovet att säkerställa en lämplig grad av oberoende mellan personer som deltar i olika affärsverksamheter som leder till en intressekonflikt som innebär en risk för att en kunds intressen kan lida skada<sup>22</sup>. I direktivet föreskrivs också en rad organisatoriska åtgärder för att garantera den eftersträlvade graden av oberoende i lämpliga fall, som exempelvis uppdelning av tillsyn eller ersättningar mellan olika verksamheter<sup>23</sup>.

### 3.2.2. *Intressekonflikter – investeringsanalys*

Förutom dessa allmänna bestämmelser innehåller tillämpningsdirektivet till MiFID särskilda bestämmelser<sup>24</sup> om tillhandahållandet av investeringsanalys. De är tillämpliga på värdepappersföretag som framställer eller ombesörjer framställning av investeringsanalys som är avsedd för eller senare förväntas spridas till kunder eller allmänheten på dessa företags eget ansvar eller på ett koncernbolags ansvar.

Investeringsanalys definieras<sup>25</sup> som en underkategori till rekommendationer enligt definitionen i artikel 1.3 i direktiv 2003/125/EG. För att betraktas som investeringsanalys måste sådana rekommendationer betecknas eller beskrivas som investeringsanalys, eller på annat sätt presenteras som saklig och oberoende, och får inte utgöra investeringsråd (dvs. tillhandahållandet av

---

18 Artikel 18.1  
 19 Artikel 13.3.  
 20 Artikel 18.2.  
 21 Artikel 22 i tillämpningsdirektivet.  
 22 Artikel 22.3 i tillämpningsdirektivet.  
 23 Artikel 22.3 i tillämpningsdirektivet.  
 24 Artikel 25 i tillämpningsdirektivet.  
 25 Artikel 24 i tillämpningsdirektivet.

personliga rekommendationer, som framläggs som lämpliga för mottagaren, eller som baseras på en bedömning av den personens omständigheter)<sup>26</sup>.

Där dessa bestämmelser är tillämpliga, får detta följande två konsekvenser:

- Värdepappersföretaget måste säkerställa att det verkställer samtliga organisatoriska åtgärder som föreskrivs i tillämpningsdirektivet till MiFID med avseende på analytiker och andra personer<sup>27</sup> vilkas ansvarsområden eller affärsintressen kan stå i strid med de intressen som mottagarna av analysen har. De åtgärderna kräver en effektiv åtskillnad mellan affärsfunktioner som betjänar olika kunder eller affärsintressen<sup>28</sup>.
- Värdepappersföretag bör vidta andra specifika mått och steg i syfte att säkerställa investeringsanalysens saklighet. Företaget måste väsentligen förhindra vissa affärer i finansiella instrument av relevanta personer<sup>29</sup> som har kunskap om valet av tidpunkt för eller innehållet i relevant investeringsanalys som inte är offentlig<sup>30</sup>, liksom vissa personliga transaktioner som strider mot utgivna rekommendationer<sup>31</sup>. Det finns även restriktioner<sup>32</sup> för acceptandet av incitament i samband med investeringsanalys, utställande av löften om gynnsam analystäckning, och för vem som får granska utkast till investeringsanalys och i vilket syfte.

De krav som gäller framtagningen av investeringsanalys är också tillämpliga på en väsentlig förändring av investeringsanalys som tagits fram av en tredje man<sup>33</sup>. Ett företag som enbart sprider finansieringsanalys som har tagits fram av en tredje part är emellertid inte bunden av de ovan nämnda konsekvenserna, under förutsättning att företaget som sprider analysen inte väsentligen förändrar den, samt kontrollerar att den som tagit fram analysen omfattas av kraven eller har infört en policy som motsvarar kraven i tillämpningsdirektivet till MiFID<sup>34</sup>.

### 3.2.3. *Upplysning om konflikter och samband med ordningen i direktivet om marknadsmissbruk*

Vad gäller upplysningar om analyskonflikter, kompletterar MiFID den detaljerade ordningen i direktivet om marknadsmissbruk genom att kräva följande:

---

26 Artikel 4.1 4 i MiFID och artikel 52 i tillämpningsdirektivet till MiFID.  
27 I skäl 30 i tillämpningsdirektivet förklaras att dessa överiga personerna skall innefatta företagsfinansieringspersonal och personer som arbetar med försäljning och handel för företagets kunders räkning.  
28 Artikel 22.3 och skäl 36 i tillämpningsdirektivet.  
29 Denna term definieras i artikel 2.3 i tillämpningsdirektivet.  
30 Artikel 25.2.a i tillämpningsdirektivet.  
31 Artikel 25.2.b i tillämpningsdirektivet.  
32 Artikel 25.2.c-e i tillämpningsdirektivet.  
33 Skäl 35 i tillämpningsdirektivet.  
34 Artikel 25.3 i tillämpningsdirektivet.



- Upplysningar i de fall de organisatoriska systemen inte är tillräckliga för att med rimlig säkerhet se till att riskerna för att kundintressen skadas kan förhindras,<sup>35</sup> och

- upplysningar om företagets policy för att förhindra intressekonflikter<sup>36</sup>.

Avsikten är att MiFID-direktivet och direktivet om marknadsmissbruk skall samverka som en helhet. Området "rekommendationer" i den mening som avses i direktiv 2003/125/EG (i de fall de utarbetas av ett värdepappersföretag) bör uteslutande innefatta investeringsanalyser som avser MiFID eller marknadsinformation som avser MiFID. Rekommendationer från ett värdepappersföretag som inte utgör investeringsanalys måste tydligt kunna identifieras som marknadsinformation<sup>37</sup> och innehålla ett tydligt uttalande på en framskjuten plats om att de inte upprättats i enlighet med standarder som är avsedda att främja investeringsanalysens objektivitet.<sup>38</sup>

Diagrammet i **bilaga 4** förklarar sambandet mellan rekommendationer, marknadsinformation, investeringsråd och investeringsanalys.

#### 4. ÖVRIGA FRÅGOR

De viktigaste utestående frågor som Forumgruppens rapport och IOSCO-principerna väcker är följande:

- Möjligheten till obligatorisk **registrering** av analytiker, möjligen kopplad till **kvalifikationer**.
- Oberoende analysföretags lagstadgade och konkurrensmässiga ställning i förhållande till investeringsanalys som tillhandahålls av investeringsbanker.
- Det önskvärda i uppförandekoder om god affärssed eller regler för företagsstyrning som täcker **emittenters relationer med analytiker**.
- Den viktiga roll som **utbildning** av investerare spelar när det gäller att hantera problemet med intressekonflikter inom investeringsanalys.

##### 4.1. Registrering av analytiker

Kommissionen har beslutat att på detta stadium inte föreslå obligatorisk registrering av analytiker kopplat till kvalifikationer. Det fanns olika uppfattningar inom Forumgruppen om behovet av att underställa analytiker obligatoriska minimikrav på kvalifikationer<sup>39</sup>. Det finns otillräckliga belägg för att problem med analytikers partiskhet beror på bristande kvalifikationer. Det förefaller snarare uppenbart att de härrör från företags bristande förmåga att

---

35 Artikel 18.2 i MiFID.

36 Artikel 19.3 i MiFID och artikel 30.1 i tillämpningsdirektivet.

37 Artikel 19.2 i MiFID.

38 Artikel 24.2 i tillämpningsdirektivet.

39 På sidan 50 i Forumgruppens rapport (citerad i fotnot 1).

korrekt hantera intressekonflikter som uppstår när de utarbetar investeringsanalys. Dessa frågeställningar tas upp av MiFID<sup>40</sup>. Obligatorisk registrering av analytiker är dessutom inte en av IOSCO:s nyckelåtgärder.

#### 4.2. Oberoende analys

Kommissionen anser inte att det nödvändigtvis finns inneboende kvalitetsskillnader mellan analys som utarbetats av oberoende analysföretag och sådan analys som utarbetats av värdepappersföretag. Inte desto mindre är det så att oberoende företag måste täcka sina kostnader genom att ta ut avgifter av kunder, medan en stor del av den investeringsanalys som gör av investmentbanker endast indirekt betalas av institutionella investerare (och genom dem av deras underliggande kunder). Denna process kan ofta vara tämligen ogenomblickbar och möjligheten att utkräva ansvar inte alltid tydlig.

Dessa frågeställningar tas i stor utsträckning upp i MiFID-direktivet och dess tillämpningsbestämmelser. Särskilt i tillämpningsföreskrifter som rör incitament medges endast att värdepappersföretag (som exempelvis portföljförvaltare) tar emot incitament från tredje man (som exempelvis deras mäklare) om det lämnas fullständiga upplysningar om detta till deras kunder och endast om incitamenten är utformade för att förbättra kvaliteten på sättet på vilket investeringen eller sidotjänsten i fråga tillhandahålls kunden, och förutsatt att det inte inverkar negativt på företagets förmåga att uppfylla sin skyldighet att i största möjliga utsträckning tillvarata kundens intressen<sup>41</sup>. Dessa åtgärder är särskilt relevanta för sammankopplade tjänster, så kallade "bundled services" eller ej verifierbara tillkommande gratistjänster, s. k. "softed services"<sup>42</sup>, som portföljförvaltare får från mäklarhus eller erhåller på deras vägnar<sup>43</sup>. Efter genomförandet av MiFID kommer det bara bli möjligt att ta emot och tillhandahålla analys i form av ej verifierbara tillkommande gratistjänster och sammankopplade tjänster, s. k. "softed" respektive "bundled" analys, om det vederbörligen går att motivera och om det kan visas att de klarar de strikta testerna i lagstiftningen. Härigenom säkerställs att analys som av banker tagits fram internt, och analys som tagits fram av oberoende investeringsfirmor enligt avtal om delad provision, så kallade "commission-sharing arrangements", även i fortsättningen likställs i konkurrenshänseende.<sup>44</sup>

---

40 Se bestämmelserna som omnämns i avsnitt 3.2 ovan.

41 Artikel 26 i tillämpningsdirektivet.

42 "Bundled services" avser tjänster som värdepappersföretag erbjuder sina kunder (exempelvis institutionella investerare) som en del av ett totalt tjänstepaket för vilket en enda avgift, vanligen en provision, erläggs. "Softed services" avser sådana tjänster som erbjuds kunder som en del av ett paket för vilket en enda avgift erläggs, men som inte tillhandahålls av värdepappersföretaget i fråga utan av en annan part enligt ett avtal med värdepappersföretaget.

43 Detta gäller också tillhandahållare av värdepapperstjänster som godkänt enligt MiFID och som tillhandahåller individuell portföljförvaltning, och även för fondföretagsförvaltare med stöd av artikel 5.3 i direktivet om fondföretag (rådets direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag), EGT L 375, 31.12.1985, s. 3.

44 Se även skäl 37 i tillämpningsdirektivet, som rekommenderar att oberoende analyshus antar MiFID-liknande standarder för konflikthantering och upplysningar.

### 4.3. Emittenters relationer med analytiker

Kommissionen konstaterar att samrådet om Forumgruppens rapport visade på stöd för någon typ av uppförandekod för god affärssed eller regler för företagsstyrning som täcker **emittenters relationer med analytiker**.

MiFID och direktivet om marknadsmissbruk, med sina strikta regler om konflikthantering och upplysning och presentation av investeringsanalys, kommer att förhindra att emittenter får ett otillbörligt redaktionellt inflytande över analys som upprättats av värdepappersföretag. De kommer förbjuda emittenter att lämna ut priskänslig information till analytiker innan dessa upplysningar släppts ut till resten av marknaden, utom i de fall de görs till personer med insynsställning, s. k. insiders, och omfattas av skyldighet att iakttä tystnadsplikt.

Kommissionen anser att uppförandekoder om god affärssed från yrkes- eller branschorganisationer kan bidra till att främja ökad yrkesmässighet i relationerna mellan emittenter och analytiker<sup>45</sup>. Sådana uppförandekoder tar upp frågeställningar som exempelvis motåtgärder gentemot analytiker som utarbetar negativa rekommendationer eller "säljrekommendationer".

Mot denna bakgrund har inte kommissionen för avsikt att i nuläget lägga fram ett lagförslag på detta område.

### 4.4. Utbildning av investerare

IOSCO:s tekniska kommitté konstaterade att utbildning av investerare bör spela en viktig roll när det gäller att hantera intressekonflikter.

Kommissionen håller med om att investerare bör vara medvetna om att intressekonflikter kan komma att påverka investeringsanalyser, och om betydelsen av upplysningar vad gäller konflikter. Detta är ett område som vi anser vara särskilt väl lämpat för åtgärder från medlemsstaternas sida, från branschorganisationer och naturligtvis från värdepappersföretagen själva.

Kommissionen utfäster sig för sin del att, som en del av sin strategi för hälsa och konsumentskydd att arbeta för att konsumenterna skall bli mer välinformerade och bättre utbildade<sup>46</sup>. I detta sammanhang planerar kommissionen en konferens på våren 2007 för att sammanföra exempel på god praxis på området konsumentutbildning och förbättring av konsumenternas förmåga att förstå

---

45 Exempel på sådana uppförandekoder är bland andra "Charter for Financial Communications" (som utarbetats gemensamt av "Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France (CLIFF)" och "Société Française des Analystes Financiers (SFAF)") på följande webbadress: [http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso\\_album/charter.pdf](http://www.cliff.asso.fr/en-GB/iso_album/charter.pdf). Se även riktlinjer för bästa praxis som utarbetats av "Association of Investment Management and Research and the National Investor Relations Institute" på följande webbplats: <http://www.cfainstitute.org/standards/ethics/aimniricomment.html>. Se även "Principles of Ethical Conduct of the Association of Certified International Analysts" på följande webbplats: <http://tinyurl.com/lxsq2>.

46 Se friskare, tryggare och mer självsäkra medborgare: En strategi för hälsa och konsumentskydd {SEK(2005)115 } 2005/0042 (COD), punkt 4.2.4.

finansiell information. Resultatet av denna konferens kommer att utgöra en drivkraft för kommissionens vidare överväganden om vilken framtida roll, om någon, som den bör ta på sig i fråga om utbildning av konsumenter i finansiella frågor.

#### **4.5. Övrigt material i Forumgruppens rekommendationer och IOSCO-principerna**

I den utsträckning som Forumgruppens rekommendationer eller IOSCO:s principer till förmån för analytikers oberoende inte specifikt beaktas i de nämnda lagstiftningsåtgärderna, kommer de inte desto mindre att vara värdefulla för att på följande områden bistå

- värdepappersföretag med att utforma sin policy på området intressekonflikter enligt MiFID och de krav på upplysningar som ställs på dem enligt direktivet om marknadsmissbruk, och
- analytiker, emittenter och värdepappersföretag med att utforma uppförandekoder och andra självreglerande åtgärder för att säkerställa korrekt företagsstyrning samt upplysning om intressekonflikter och andra frågor som påverkar analysens kvalitet och integritet.

#### **5. SLUTSATS**

Sammantaget kommer MiFID och direktivet om marknadsmissbruk och deras tillämpningsföreskrifter att innebära ett väsentligt steg framåt i fråga om att skapa en regleringsram på EU-nivå för att undvika, hantera och upplysa om intressekonflikter i alla investerings- och sidotjänster, inberäknat investeringsanalys. Alla sådana åtgärder måste genomföras av medlemsstaterna inom överenskomna tidsfrister för att bli fullt verksamma. Där så är lämpligt bör regleringsmyndigheter också överväga att utfärda riktlinjer för att säkerställa samstämmig, förnuftig tillämpning av lagstiftningsåtgärderna.

I nuläget anser inte kommissionen att det är nödvändigt att anta ytterligare specifik lagstiftning på detta område. Kommissionen kommer dock att fortsätta att noga övervaka tillämpningen av dessa åtgärder, bland annat den effekt de får på marknaden för investeringsanalys. Denna erfarenhet kommer att vara värdefull vid översynen av lagstiftningsåtgärderna för att bedöma huruvida de fortsatt är lämpliga. Skulle de befintliga åtgärderna visa sig var otillräckliga kommer kommissionen, i linje med principerna för bättre lagstiftning, att överväga att lägga fram ytterligare förslag (förslag till lagstiftning eller andra förslag). Varje sådant förslag kommer att bli föremål för samråd och lagstadgad konsekvensbedömning.