

Ett år med MiFID II

Fondförvaltare och aktieanalytikens upplevelser
av direktivets följder

Julia Pham

Caroline Zuber

Handledare: Jonas Hallgren

Förord

Vi vill med detta förord först och främst tacka alla respondenter på köp- och säljsidan av aktieanalyser för den tid och engagemang de lagt ned för att göra denna studie möjlig. Tack för all kunskap och alla intressanta infallsvinklar ni bidragit med till vår studie. Vi vill även tacka alla opponenter och övriga studenter vid Linköpings universitet som under terminens gång läst och bidragit med kloka synpunkter och feedback. Tack för att ni har bidragit till att förbättra uppsatsens kvalitet. Vidare vill vi även rikta ett stort tack till vår handledare Jonas Hallgren som bidragit med värdefull handledning. Tack för ditt stöd och dina synpunkter under uppsatsens gång, både i med- och motgång.

Sist men inte minst vill vi givetvis även tacka varandra. Det har varit en intensiv men lärorik termin som vi inte hade klarat av utan varandras kloka insikter. Nu börjar den sista terminen efter fyra roliga år vid Linköpings universitet lida mot sitt slut, där nya äventyr väntar runt hörnet för studiens författare.

Vi önskar er en trevlig läsning!

Linköping, 2019-05-27



Julia Pham



Caroline Zuber

Sammanfattning

Titel Ett år med MiFID II – Fondförvaltare och aktieanalytikerns upplevelser av direktivets följder

Författare Julia Pham och Caroline Zuber

Handledare Jonas Hallgren

Bakgrund Den 3 januari 2018 infördes det omdiskuterade MiFID II direktivet. Förespråkarna menar att MiFID II ökar transparensen och gynnar slutkunderna. Kritikerna menar att mindre aktörer slås ut och att bolag tappar bevakning. Trots att ett år passerat finns få studier av hur finansiella aktörer såsom fondförvaltare och aktieanalytiker upplever MiFID II:s följder, samt hur aktieanalytiker, som i teorin bidrar till att minska informationsasymmetrin på den finansiella marknaden, påverkats.

Syfte Syftet med denna studie är att öka förståelsen för hur köp- och säljsidan av aktieanalytiker upplever att MiFID II har haft för följder ett år efter implementeringen, samt hur MiFID II förväntas ha för fortsatt påverkan på sikt. Mer specifikt ämnar studien att undersöka hur verksamheten, marknaden, aktörerna och aktieanalytiker påverkats.

Metod För att besvara studiens syfte används en kvalitativ metod. Vidare har studien en abduktiv ansats och en fallstudiedesign, där åtta semistrukturerade intervjuer genomfördes för att kunna besvara studiens forskningsfrågor och fånga studiens fenomenologiska perspektiv.

Slutsats Studien visar att den största förändringen som respondenterna på köp- och säljsidan upplever att MiFID II haft är uppdelningen av kostnaden för analys och exekvering. Denna förändring har bland annat lett till att efterfrågan minskat, priset sjunkit och den generella kvalitén på analyserna minskat. Köpsidan har dragit ned på antal parter och säljsidan upplever problem med minskade intäkter.

Nyckelord MiFID II, transparens, effektiv marknad, principal-agentteori, informationsasymmetri, aktieanalytiker, fondförvaltare, aktieanalytiker

Abstract

Title One year with MiFID II – Fund managers and equity analysts view on the aftermath of the regulation

Authors Julia Pham and Caroline Zuber

Supervisor Jonas Hallgren

Background On January 3, 2018, the discussed MiFID II directive was implemented. The proponents argue that MiFID II increases transparency and benefits the end customers. The critics argue that smaller players are driven out from the market and that companies lose coverage. Although a year has passed, there are few studies on how financial players perceive the effects and how research, that in theory contributes to reduce information asymmetry on the financial market, is affected.

Purpose The purpose of this study is to increase the understanding of how the Buy and Sell side of equity analysis experience the aftermath of MiFID II one year after the implementation, and what continued impact the directive is expected to have in the long run. This study will more specifically study how equity research, operations, the market and its players got effected by MiFID II.

Method In order to answer the purpose of this study a qualitative method is being used. Moreover, the study has an abductive approach and a case study design in which eight semi-structured interviews were conducted in order to answer the research questions and capture the phenomenological perspective.

Conclusion The study shows that the biggest change that the Buy and Sell side observe MiFID II has had is the unbundling cost of research and execution. This change has led to a decrease in demand, a fall in prices and a decrease in the overall quality of analyzes. The Buy side has reduced the number of counterparties, while the Sell side experienced reduced revenues.

Keywords MiFID II, transparency, efficient market, principal-agent model, information asymmetry, research analyst, fund manager, equity research

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.3 SYFTE OCH FORSKNINGSPRÅGOR	5
1.4 AVGRÄNSNINGAR	5
1.5 FORSKNINGSBIDRAG	6
2 TEORETISK REFERENSRAM	7
2.1 REGELVERK	7
2.2 MiFID II	7
2.2.1 Syftet med MiFID II och dess potentiella påföljder	8
2.2.2 Provisionsförbudets påverkan på köp- och säljsidan av aktieanalyser	8
2.2.3 Provisionsförbudets potentiella följder	9
2.3 DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTHESEN	10
2.3.1 Olika former av marknadseffektivitet	10
2.3.2 Aktieanalyserns roll på en effektiv marknad	11
2.4 PRINCIPAL-AGENTTEORIN	11
2.5 INFORMATIONASASYMMETRI	12
2.5.1 Aktieanalytikers roll för att motverka informationsasymmetrin	12
3 METOD	15
3.1 FORSKNINGSPERSPEKTIV	15
3.2 FORSKNINGSTRATEGI	15
3.3 FORSKNINGSDESIGN	16
3.4 FORSKNINGSSANSATS	17
3.5 DATAINSAMLING	18
3.5.1 Litteraturläsning	18
3.5.2 Semistrukturerade intervjuer	19
3.5.3 Urval	20
3.5.4 Förberedelser och genomförande av intervjuerna	21
3.6 BEARBETNING OCH ANALYS AV DATA	22
3.7 KVALITÉ OCH KRITIK	23
3.7.1 Trovärdighet	23
3.7.2 Äkthet	24
3.7.3 Metodkritik	25
3.7.4 Källkritik	26
3.8 ETISKA ASPEKTER	26

4 EMPIRI	29
4.1 BESKRIVNING AV RESPONDENTER	29
4.1.1 Köpsidan - Fondförvaltare	29
4.1.2 Säljsidan - Aktieanalytiker	30
4.2 IMPLEMENTERINGEN AV MiFID II	30
4.2.1 Implementeringsprocessen - Köpsidan	30
4.2.2 Implementeringsprocessen - Säljsidan	31
4.2.3 Förändringar i verksamheten - Köpsidan	32
4.2.4 Förändringar i verksamheten - Säljsidan	33
4.3 SYNEN PÅ MiFID II	34
4.3.1 Positiva och negativa aspekter - Köpsidan	34
4.3.2 Positiva och negativa aspekter - Säljsidan	35
4.3.3 Kort och lång sikt - Köpsidan	36
4.3.4 Kort och lång sikt - Säljsidan	37
4.3.5 Vinnare och förlorare - Köpsidan	37
4.3.6 Vinnare och förlorare - Säljsidan	38
4.4 MiFID II:S PÅVERKAN PÅ AKTIEANALYSER	39
4.4.1 Bolagsbevakning - Köpsidan	39
4.4.2 Bolagsbevakning - Säljsidan	40
4.4.3 Efterfrågan - Köpsidan	41
4.4.4 Efterfrågan - Säljsidan	42
4.4.5 Kvalité - Köpsidan	43
4.4.6 Kvalité - Säljsidan	43
4.4.7 Pris - Köpsidan	44
4.4.8 Pris - Säljsidan	44
5 ANALYS	47
5.1 IMPLEMENTERINGEN AV MiFID II	47
5.2 SYNEN PÅ MiFID II	49
5.3 MiFID II:S PÅVERKAN PÅ ANALYSER	52
6 SLUTSATSER OCH VIDARE FORSKNING	57
6.1 SLUTSATS	57
6.1.1 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser implementeringsprocessen av MiFID II och vilka följder har direktivet haft på verksamheten?	57
6.1.2 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att MiFID II har haft för följder på marknaden och dess aktörer samt kommer ha för fortsatt påverkan på sikt?	57

6.1.3 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att bolagsbevakningen, efterfrågan, kvalitén och priset på aktieanalyserna har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?	58
6.2 VIDARE FORSKNING	59
REFERENSER	61
BILAGOR	1
BILAGA 1 – MEJLMALL	1
BILAGA 2 – INTERVJUGUIDE KÖPSIDAN	2
BILAGA 3 – INTERVJUGUIDE SÄLSIDAN	4

1 Inledning

I det inledande kapitlet ges en bakgrund till studiens ämne följt av en tillhörande problemdiskussion, som sedan mynnar ut i studiens syfte. Därefter presenteras studiens forskningsfrågor, avgränsningar samt forskningsbidrag.

1.1 Bakgrund

Aktieanalytiker spelar en viktig roll för att förse den finansiella marknaden med värdefull information. Lepone, Leung och Li (2013) nämner att aktieanalytikerna förser investerare med information genom att göra privat information offentlig, vilket leder till att informationsasymmetrin på den finansiella marknaden minskar. Institutionella investerare på köpsidan i form av fondförvaltare är en aktör på den finansiella marknaden som får värdefull information av aktieanalytiker på säljsidan. Informationen kan användas som hjälp vid investeringsbeslut i fonderna de förvaltar. Bra förvaltade fonder gynnar konsumenterna eftersom fondsparande är en omtyckt sparform i Sverige för månads- och pensionssparande. Under 2018 beräknades de svenska hushållens fondförmögenhet uppgå till 707 miljarder svenska kronor (SCB, 2018). I en artikel i *The Financial Times* skriver Murphy, Morris och Mooney (2019) att aktieanalytikerna tidigare gett ut analyser i princip ”gratis” till fondförvaltarna, med avsikt att uppmuntra fondförvaltarna att driva handel till dem. Sedan den 3 januari 2018 är det något som dock har kommit att förändras genom implementeringen av regelverket Market in Financial Instruments Directive 2014/65/EU/ (MiFID II) samt Market in Financial Regulation No. 600/2014 (MiFIR). Hädanefter i studien kommer både MiFID II och MiFIR att benämnas som MiFID II, samt kommer tas upp mer utförligt under den teoretiska referensramen för att ge en kort överblick vilken del av regelverket denna studie tittar på. De två regelverken har kommit att beröra ett flertal aktörer och deras verksamhet på den finansiella marknaden i hela Europa. Nu måste exempelvis analyskostnaden, som tidigare varit en enda kostnad, delas upp i analys och exekvering. *Exekvering* innebär att en köp- eller säljorder utförs. Förändringen har medfört att köp- och säljsidan av aktieanalyser har fått ändra sina affärsmodeller.

Innan implementeringen av MiFID II har dess potentiella följder diskuterats flitigt i media av såväl sparekonomer, journalister och övriga aktörer på den finansiella marknaden. I en artikel i *The Independent* skriver frilansjournalisten Josie Cox (2018) att MiFID II tvingar säljsidan att förändra sättet att bedriva affärer på samt hur de kommunicerar med sina kunder till följd av de ökade transparenskraven. På säljsidan finns banker, investmentbanker och privata aktörer med aktieanalytiker som ger ut analyser av börsnoterade företag till externa investerare. Indirekt leder det till att köpsidan i form av institutionella aktörer såsom fondförvaltare men även privata konsumenter påverkas av

MiFID II direktivet eftersom de tar del av säljsidans aktieanalyser. Kritiker till direktivet, som den franska finansinspektionens ordförande Robert Ophéle, påstår att MiFID II reglerna är skadliga för aktieanalyser och att reglerna bör omprövas (Keohane & Stafford, 2018). Jon Hay (2018) uppmärksammar risken att MiFID II kan medföra en nerskärning av antalet analyshus. Köpsidan måste skära ner på antalet parter att köpa analyser från som en följd av MiFID II. På grund av ett begränsat kapital kan mindre aktörer på marknaden komma att lida av denna förändring, skriver Bowman (2017) i *Euromoney*. Andra kritiker anser att MiFID II även leder till att små bolag tappar bevakning i Europa jämfört med sina motsvarigheter i USA, vilket medför att utländska investera måste vara mer varsamma när de placerar i Europa (Sindreu, 2018). En lägre bevakning av små och medelstora bolag gör att investerarens intresse för dessa bolag kan komma att minska, vilket i sin tur kan minska den finansiella marknads likviditet (Trocmé, Benktander & Svensson, 2018).

Förespråkarna av MiFID II argumenterar att transparensen kommer öka för slutkunden, vilket är ett av direktivets syften. Transparensen ökar eftersom kostnaderna för analys och exekvering separeras. I en krönika i *Morningstar* skriver Jonas Lindmark (2017) att en positiv följd av MiFID II är att slutkunderna betalar lägre kostnader. Innan implementeringen fick kunderna betala höga avgifter eftersom fondbolagen var tvungna att betala en del av de totala kostnaderna till distributörerna. I en annan krönika publicerad på *Börshajen*, skriven av Avanzas sparekonom Johanna Kull (2017), nämns att MiFID II leder till att kunderna tydligare kan se vad de betalar för och till vem, vilket även bidrar till en ökad transparens på den finansiella marknaden i Sverige. Vidare menar hon att MiFID II kommer leda till att nya prismodeller växer fram och att påtryckningar på priset på marknaden kommer uppstå, vilket kommer gynna slutkunden. MiFID II har bland annat lett till att fondbolagen kan välja mellan att betala för analyserna själva, genom att sätta av en årlig analysbudget eller att lägga över kostnaden på kunden, genom att ta ut en avgift i fonden (Preece, 2017).

MiFID II är ett komplext regelverk som har implementerats olika i alla de europeiska ländernas lagar. Direktivet har haft olika påverkan för alla aktörer och delar av den finansiella marknaden. Tidigare akademisk forskning kring direktivets följder har främst berörts utifrån ett konsument- och rådgivningsperspektiv. Däremot finns det fortfarande en kunskapslucka hur köp- och säljsidan av aktieanalyser påverkats av MiFID II, trots att dessa två aktörer har en viktig roll på den finansiella marknaden för såväl slutkunden, informationsasymmetrin och eftersträvan mot en effektiv marknad. Detta ligger till grund för valet av uppsatsämne.

1.2 Problemformulering

MiFID II utformades på grund av de brister som MiFID påvisade under finanskrisen 2008, men även på grund av en växande och allt mer komplex värdepappersmarknad med nya produkter och tjänster. Det nya direktivet trädde i kraft med syfte att öka transparensen, förstärka förtroendet samt förbättra investerarskyddet på den europeiska värdepappersmarknaden (Finansinspektionen, 2018a). Det nya regelverket innefattar bland annat regler kring provision; mer specifikt att portföljförvaltare varken får ta emot eller behålla provision från tredje part för att kunna anses vara oberoende (SOU 2015:2). Vidare innehåller MiFID II utökade krav på tillhandahållandet av kostnadsinformation till investerare. Regelförändringarna har således kommit att påverka köpsidan i form av fondförvaltare och säljsidan i form av aktieanalytiker.

Aktieanalytikerna har en viktig roll på värdepappersmarknaden eftersom de förser individuella och institutionella investerare med värdefull information (Merkley, Michaely & Pacelli, 2017). Diskussioner har förekommit kring hur transparenta bankernas och investmentbankernas analyser egentligen är och vilket värde som analyserna ger investerare i så fall. Ett flertal forskare, däribland Cheng, Liu och Qian (2006), anser att aktieanalytiker på säljsidan drivs av två motsatta incitament när de utfärdar sina analyser. Det första incitamentet är det egna ryktet. Analytikerna försöker att skapa objektiva analyser, baserade på erhållen information av bolag de bevakar, för att upprätthålla en god transparens. Motincitamentet till det första är de personliga vinsterna som kan erhållas vid utgivandet av en köprekommendation. En konsekvens blir därmed att analytikerna tenderar att ge ut för optimistiska analyser som inte kan anses vara fullständigt transparenta. Det råder med andra ord en intressekonflikt vid utfärdandet av analyser. Att analytiker många gånger utfärdar för optimistiska analyser är det många forskare som gjort studier på såsom Cowen, Groysberg och Healy (2006) samt Guan, Lu och Wong (2012).

I en undersökning av Quinlan och Associates (2017) framgår det att många analytiker på säljsidan skickar ut sina analyser som en PDF-fil per e-post till köpsidan. Studien visar att mindre än en procent av det utskickade innehållet i över 40 000 analyser faktiskt utnyttjas av köpsidan. En intressant diskussion blir därmed vilket värde som analyserna har för köpsidan. Om majoriteten av fondförvaltarna inte tar del och läser säljsidans analyser skulle de kunna anses sakna värde. Om inget värde föreligger i analyserna borde det därmed betyda att denna information redan avspeglas i aktiepriserna på marknaden och därmed gör det ingenting att MiFID II leder till att färre analyser görs. Fama (1970) utvecklade en teori för att beskriva effektiviteten på den finansiella marknaden. Denna teori belyser att all tillgänglig information avspeglas i aktiepriserna på den effektiva marknaden. Enligt denna teori borde investerare inte konsekvent kunna slå marknaden genom överavkastning. Det är snarare något som sker slumpmässigt. Samtidigt finns det aktörer

på den finansiella marknaden i form av fondförvaltare som hävdar att det går att slå marknaden. Fondförvaltare har ett flertal gånger påvisat att en del fonder lyckats uppnå en högre avkastning gentemot marknaden år efter år. Fonderna borde således kunna fortsätta överavkasta mot marknaden trots implementeringen av MiFID II.

I dagsläget kan fondbolagen, efter implementeringen av MiFID II, antingen ta upp kostnaderna för extern analys i företaget eller lägga över kostnaden på kunden genom att ta ut en avgift i fonden. I en studie av CFA Institute skriver Preece (2017) att de flesta på köpsidan sagt att de kommer ta upp analyskostnaderna själva genom att sätta upp en fast, årlig budget. En aktör som tagit upp kostnaden i fondbolaget är Swedbank Robur, som sedan slutet av 2017 valt att ta upp kostnaden i bolagets resultat. Swedbank Robur anser att förändringen kommer leda till att transparensen ökar för deras slutkunder (Swedbank, 2017). Huruvida kostnaden tas upp i fondbolaget eller läggs över på kunden är i dagsläget valfritt och regleras inte genom MiFID II. Om fondbolagen tar upp de externa analyskostnaderna kan en följd bli att mindre pengar spenderas på externa analyser. Med utgångspunkt i att externa analyser inte har ett värde för köpsidan, då mindre än en procent av de 40 000 analyserna i studien av Quinlan och Associates (2017) kom att användas av köpsidan, borde ett rimligt antagande vara att köpsidan spenderar mindre pengar på dessa.

Om köpsidan beslutar sig för att lägga mindre kapital på externa analyser är frågan vilka konsekvenser det kan få för säljsidan. Trocmé, Benktander och Svensson (2018) skriver att investmentbanker kommer att minska bolagsbevakningen av små och medelstora bolag på grund av nedgångar i sina intäkter till följd av MiFID II. Vid minskade intäkter måste investmentbankerna göra sig av med de minst lönsamma delarna i sitt utbud av analystjänster. De minst lönsamma delarna utgörs av bolagsbevakning av små och medelstora bolag. MiFID II har således medfört en framväxt av det nya fenomenet uppdragsanalyser på den finansiella marknaden. *Uppdragsanalyser* uppstår när börsbolag, som vill ha analytiker som bevakar bolaget, själva betalar för analyserna. Det nya fenomenet borde därmed förstärka oenigheten om huruvida analyserna tenderar att vara för optimistiska eller inte. Mahmud m.fl. (2016) anser att uppdragsanalyser kan vara för optimistiska och att intressekonflikter kan uppstå i samband med denna typ av analyser. Denna intressekonflikt skadar transparensen som MiFID II ämnar till att förbättra. Marcus Kirk (2011) påvisar i sin studie att intressekonflikten råder på den finansiella marknaden. Andra forskare menar dock att optimismen inte enbart förekommer vid uppdragsanalyser, utan har länge funnits i den historiska modellen för courtagedrivna analyser, där alla kostnader för analys och exekvering utgjort en enda kostnad (Du & Budescu, 2018). Bankerna på säljsidan ser uppdragsanalyser som ett bra komplement till deras ordinarie utbud av analystjänster och därmed en lösning till det problem som råder med minskad

bolagsbevakning (Hägerstrand, 2018). Med *bolagsbevakning* menas att ett börsbolag har minst en analytiker som följer och gör analyser på bolaget. Trots meningsskiljaktigheter bland flera finansiella aktörer och trots att det gått ett år sedan implementeringen av MiFID II, finns fortfarande få studier som visar vilka följder direktivet haft för aktörerna på den svenska finansiella marknaden. Med denna studie hoppas författarna kunna bidra med ett kunskapsbidrag kring det utforskade området.

1.3 Syfte och forskningsfrågor

Syftet med denna studie är att öka förståelsen för hur köp- och säljsidan av aktieanalyser upplever att MiFID II har haft för följder ett år efter implementeringen, samt hur MiFID II förväntas ha för fortsatt påverkan på sikt. Mer specifikt ämnar studien att undersöka hur verksamheten, marknaden, aktörerna och aktieanalyser påverkats.

Studien avser att besvara följande forskningsfrågor:

- Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser implementeringsprocessen av MiFID II och vilka följder har direktivet haft på verksamheten?
- Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att MiFID II har haft för följder på marknaden och dess aktörer samt kommer ha för fortsatt påverkan på sikt?
- Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att bolagsbevakningen, efterfrågan, kvalitén och priset på analyserna har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?

1.4 Avgränsningar

Eftersom MiFID II är ett komplext regelverk med många delar, som påverkar alla aktörerna på den finansiella marknaden olika, har studiens författare valt att avgränsa studien till att enbart undersöka de regler som har kommit att påverka aktieanalyser. På så sätt utesluts övriga delar av regelverket; exempelvis rådgivning och dark pools, men även andra former av analyser såsom makroanalyser. Studien ämnar undersöka hur köp- och säljsidan av aktieanalyser på den svenska finansiella marknaden upplever att implementeringen av MiFID II har haft för följder. Därmed utesluts övriga europeiska länder som implementerat direktivet. Eftersom det finns många olika aktörer på köp- och säljsidan av aktieanalyser har en ytterligare avgränsning gjorts till att endast undersöka fondförvaltare på köpsidan och aktieanalytiker på säljsidan. Således utesluts övriga aktörer som rådgivare och privata konsumenter från studien. Med avseende på uppsatsens omfattning finns det inte möjlighet att ta med samtliga analyshus samt fondbolag på den svenska finansiella marknaden. En avgränsning har därmed gjorts till att enbart intervjua fyra aktieanalytiker och fyra fondförvaltare som berörts av MiFID II. Det har dock inte gjorts någon avgränsning till storleken på bolagen, utan såväl stora som små bolag har tagits med.

1.5 Forskningsbidrag

Eftersom MiFID II endast funnits implementerat på den svenska finansiella marknaden i ett år är följderna av direktivet för köp- och säljsidan av aktieanalyser ett relativt outforskat område. Genom att undersöka deras upplevelser av direktivets följder ett år efter implementeringen bidrar denna studie till en ökad kunskap hur direktivet påverkat dessa aktörer, verksamheten, den svenska finansiella marknaden och aktieanalyser. Tidigare forskning, som gjorts kring direktivets påverkan på den finansiella marknads aktörer, har enbart utförts utifrån ett rådgivnings- och kundperspektiv. Studiens författare finner dock att MiFID II haft en betydande inverkan på köp- och säljsidan av aktieanalyser, vilket det däremot inte finns lika mycket skrivet om.

Studios författare önskar med denna studie kunna ge ett kunskapsbidrag kring hur aktieanalytikerna på säljsidan och fondförvaltarna på köpsidan upplever följderna av MiFID II. Ett kunskapsbidrag önskas ges kring hur dessa aktörer upplever implementeringsprocessen av direktivet och vilken påverkan den haft på verksamheten. Vidare diskuteras följderna för olika aktörer på den svenska finansiella marknaden och marknaden i stort där ett kunskapsbidrag också förväntas lämnas. För att uppnå detta undersöks faktorer såsom positiva och negativa aspekter, påverkan på kort och lång sikt samt vinnare och förlorare. Slutligen hoppas studiens författare även ge en ökad kunskap kring hur aktieanalyserna påverkats utifrån de fyra faktorerna: bolagsbevakning, efterfrågan, kvalitet och pris. I samband med frågeställningarna diskuteras värdet av de externa aktieanalyserna men även teori om regelverk, den effektiva marknadshypotesen, principal-agentteorin och informationsasymmetri.

2 Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras teorier om vikten av regelverk. Därefter presenteras MiFID II direktivet följt av relevanta teorier som ligger till grund för att uppnå studiens syfte. Dessa teorier utgörs av den effektiva marknadshypotesen, principal-agentteorin och informationsasymmetrin.

2.1 Regelverk

Armour m.fl. (2016) anser att syftet med regelverk är att få olika marknader att verka mer effektivt. Coglianesi och Carrigan (2015) kom fram till att det är viktigt att regelverk inte ska hämma aktörer på marknaden och medföra orättvisor såsom fördelar för större aktörer med mer kapital tillgodo. Armour m.fl. (2016) menar dock att det inte enbart är regelverk såsom MiFID II, utan även andra faktorer som den teknologiska framväxten, som har haft en påverkan på omvärlden och den finansiella marknaden. Den teknologiska framväxten har enligt forskarna haft en positiv effekt på marknaden då den minskat transaktionskostnaderna vid handel och då transaktionerna går snabbare att genomföra. Därutöver har utvecklingen förbättrat transparensen på marknaden för handel och förbättrat informationsflödet mellan olika marknadsaktörer. Armour m.fl. (2016) påpekar dock att det kan förekomma att en del aktörer har fler fördelar än andra. De kan därmed använda informationen för att snabbare kunna fatta beslut samt investera sina pengar på den finansiella marknaden. Vishwanath och Kaufmann (2001) tillägger att den eftersträvande transparensen på den finansiella marknaden dock medför kostnader. Forskarna menar samtidigt att regelverk behövs för att marknadsaktörer ska uppföra sig och handla med varandra på ett lämpligt sätt. Forskarna definierar *bristande transparens* som att information inte är tillgänglig, att information som ges är irrelevant och att information är förvrängd eller felaktig. MiFID II är ett nytt regelverk som med sitt ökade krav på information syftar till att förbättra transparensen på den finansiella marknaden, vilket i sin tur ska motverka informationsasymmetrier. Stout (2002) hävdar att investerarna på den finansiella marknaden har ett högt förtroende för lagar samt regelverk, som har i syfte att skydda investerare.

2.2 MiFID II

Europaparlamentet och Rådets direktiv antog den 15 maj 2014 direktivet Market in Financial Instrument Directive 2014/65/EU (MiFID II) samt förordningen Market in Financial Instrument Regulation No. 600/2014 (MiFIR), som tillsammans ersätter 2004 års MiFID direktiv. Dessa uppdateringar beror främst på att Europaparlamentet och Rådets direktiv efter finanskrisen 2008 identifierade att det fanns ett flertal svagheter med 2004 års MiFID direktiv (Finansinspektionen, 2018a). En ytterligare anledning följer av en

finansmarknad som blivit allt mer komplex med olika finansiella instrument samt metoder för handel med dessa (SOU 2015:2). Det nya MiFID II direktivet består dels av oförändrade regler från 2004 års MiFID, men även en del nya och mer utförliga regler. Bland annat har regler kring provisionsförbud tillkommit, där portföljförvaltare varken får ta emot eller behålla ersättning från tredje part för att kunna anses vara oberoende (Finansinspektionen, 2018b). Vidare har tidigare transparensregler från 2004 års MiFID direktiv flyttats till MiFIR förordningen. MiFID II trädde i kraft under år 2014, men började tillämpas först den 3 januari 2018 i Sverige (Regeringens proposition 2016/17:162).

2.2.1 Syftet med MiFID II och dess potentiella påföljder

MiFID II väntas ge en uppdaterad rättslig vägledning för att uppnå en mer harmoniserad marknad för finansiella instrument inom EU och därmed stärka effektiviteten på finansmarknaderna runt om i Europa (Regeringens proposition 2016/17:162). För att kunna uppnå en harmonisering bör medlemsstaterna inte sätta upp avvikande nationella regler utan hålla sig till förordningen och direktivets nivå vid implementering (SOU 2015:2). Det främsta syftet som MiFID II har är att öka transparensen, förbättra investerarskyddet samt öka förtroendet på den finansiella marknaden (Finansinspektionen, 2018a). Reglerna syftar även till att göra marknaden mer rättvis och konkurrenskraftig. Marknaden ska verka rättvis genom att aktörerna på den finansiella marknaden blir försedda med information och kan göra bra investeringar (Hay, 2018). Direktivets syften borde således leda till en effektivare marknad och lägre finansieringskostnader samt en effektivare riskhantering. I sin tur bör det sistnämnda bidra till en ökad tillväxt som en positiv följd på samhällsekonomin som helhet. SOU (2015:2) menar att MiFID II även kan leda till att nya affärsmöjligheter uppstår på marknaden. Dock menar de att även negativa följder för aktörer på den finansiella marknaden kan uppstå med MiFID II i form av ökade kostnader rörande administrativt, tekniskt och juridiskt arbete. Kostnaderna leder till att aktörernas affärsmodeller kommer påverkas till följd av en förändrad efterfrågan och ett förändrat utbud på marknaden. Även en del tjänster som tidigare varit tillgängliga för allmänheten kan med MiFID II antingen komma att tas bort från marknadens utbud eller inte längre nyttjas av vissa investerargrupper eftersom de eventuellt skulle kunna anses vara för dyra (SOU 2015:2). Med MiFID II förväntas portföljförvaltningen, de erbjudna produkterna till investerarna och marknadsbeteendet att förändras (Lannoo, 2018).

2.2.2 Provisionsförbudets påverkan på köp- och säljsidan av aktieanalyser

Den största förändringen MiFID II har haft för köp- och säljsidan av aktieanalyser är reglerna kring provisioner, där portföljförvaltare men även rådgivare inte får ta emot eller behålla ersättning från tredje part för att kunna anses vara oberoende (SOU 2015:2). Provisionsreglerna i MiFID II har lett till att säljsidan i form av banker och

investmentbanker, som är utgivare av analyser, måste sätta ett pris på och ta betalt för analyser och exekvering separat från varandra (PwC, 2016). Det leder i sin tur till att köpsidan, som är mottagare av analyserna, måste bestämma sig för om de ska ta upp kostnaderna för analyserna i bolaget eller lägga över kostnaderna till slutkunderna genom att ta ut en avgift i fonden. MiFID II har därmed brutit den historiska affärsmodellen, där säljsidan tidigare slagit ihop kostnaderna för analys och exekvering. I den historiska affärsmodellen var volymen och värdet av transaktionen också avgörande för hur mycket som skulle betalas i form av en courtageavgift. Efter implementeringen avgör inte volymen eller värdet av transaktionerna hur mycket köpsidan betalar säljsidan längre. Med MiFID II måste köp- och säljsidan av aktieanalyser i förväg upprätta ett avtal med varandra årligen (PwC, 2016).

Anledningen till att provisionsreglerna togs fram i MiFID II är de intressekonflikter som länge funnits mellan kapitalförvaltare och deras kunder när de gör transaktioner med säljsidan. Tidigare har inte kapitalförvaltarna sett till kundernas bästa utan snarare rekommenderat de produkter som genererat störst provisioner för bolaget. Ett sätt för säljsidan att få rådgivarna att leda handel till dem innan MiFID II var genom ickemonetära förmåner såsom aktieanalyser, telefonkontakt med analytiker och tillgång till bolagen i utbyte mot handel. En följd därav blev att slutkunderna ofta fick betala högre kostnader och där handelsfrekvensen vanligtvis var högre än nödvändigt (Preece, 2019). MiFID II skulle kunna komma att påverka distributionen av analys samt hur denna får konsumeras. Direktivet redogör inte för vilka priser som ska föreligga på analyser. Köpsidan måste således fundera kring värdet av analys och om det är värt att betala för analysen de erhåller (Poon, 2017). Köpsidan måste även fundera på ifall de ska ta upp kostnaderna i företaget eller lägga över de på slutkunderna genom att ta ut en avgift. Säljsidan måste utvärdera vilket pris de kan ta för analystjänsterna samt överväga vilka tillgångar, sektorer och geografiska områden de ska täcka (Preece, 2019).

2.2.3 Provisionsförbudets potentiella följder

Provisionsförbudet och de nya reglerna angående transparens förväntas påverka alla aktörer på den finansiella marknaden som kommer i kontakt med aktieanalyser (Euro IRP, 2016). SOU (2015:2) diskuterar att de små fondbolagen kan komma att påverkas mest av provisionsreglerna. De större väletablerade fondbolagen, som tillhör en bankkoncern, kan komma att påverkas mindre. Det menar SOU (2015:2) skulle kunna leda till att svenskar troligen placerar mindre i fonder och produkter hos leverantörer utanför dessa storbankskoncerner. Reglerna skulle dessutom kunna leda till att köpsidan måste upprätta budgetar i förväg eftersom de måste upprätta avtal med säljsidan. I sin tur skulle det även kunna leda till att köpsidan löpande måste göra bedömningar om kvalitén på aktieanalyserna samt vilket värde de bidrar med vid investeringsprocessen (Euro RIP,

2016). Det skulle samtidigt också kunna leda till positiva följder såsom att aktieanalyser med låg kvalitet drivs bort från marknaden. En följd av det skulle därmed kunna bli att marknaden blir mer effektiv (Bloomberg LP, 2018).

2.3 Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen är en grundläggande finansiell ekonomisk teori som ofta förknippas till upphovsmannen Eugene Fama (1970) för att beskriva effektiviteten på värdepappersmarknaden. Fama (1970) menar att aktiepriset i en effektiv marknad redan avspeglar all tillgänglig information och att ingen investerare konsekvent kan generera en högre avkastning än marknaden. En högre avkastning går inte att generera eftersom investerare inte kan använda information som marknaden redan har för att uppnå en överavkastning. Enligt Fama (1970) bygger den effektiva marknadshypotesen på tre antaganden om marknadsförhållanden. Det första antagandet är att det inte finns några transaktionskostnader vid handel. Det andra antagandet är att all tillgänglig information finns tillgänglig gratis för alla aktörer på marknaden och det sista antagandet är att alla förstår och tolkar informationen på ett likadant sätt samt vet vilken påverkan informationen har på priset.

2.3.1 Olika former av marknadseffektivitet

Bodie, Kane och Marcus (2013) beskriver att Fama delar upp den effektiva marknadshypotesen i de tre nivåerna svag, semistark och stark i syfte att beskriva marknadseffektiviteten. I den första nivån *svag marknadseffektivitet* utgår Bodie, Kane och Marcus (2013) från att aktiepriset återspeglar historiska data såsom priser, korta räntor och handelsvolym. Om marknaden uppfyller den svaga formen av marknadseffektivitet kan ingen investerare genom att studera tidigare prismönster generera vinster. Aktiekurserna följer istället ett slumpmässigt mönster vid denna nivå (Samuelsson, 1965). I den andra nivån *semistark marknadseffektivitet* återspeglas utöver all historisk data även all offentlig tillgänglig information i aktiepriset. Offentlig tillgänglig information innebär bland annat finansiella rapporter, nyemissioner och prognoser (Bodie, Kane & Marcus, 2013). Detta antagande innebär att investerare inte kan generera högre avkastning än marknaden efter att information blivit publicerad offentlig (Fama, 1970). Den sista nivån *stark marknadseffektivitet* innebär att aktiepriserna reflekterar all tillgänglig information i form av historisk information, offentlig information men även insiderinformation. Det innebär att ingen investerare kan uppnå överavkastning överhuvudtaget (Bodie, Kane & Marcus, 2013).

2.3.2 Aktieanalyserns roll på en effektiv marknad

Marknadseffektiviteten på den finansiella marknaden anses oftast ha en semistark form, vilket innebär att man skulle kunna slå marknaden genom insiderinformation. Genom att göra privat information till publik information borde det finnas ett informationsvärde. Aktieanalyser baseras till viss del på information från företagsledningar aktieanalytiker haft muntlig kontakt med. Aktieanalytikerna förmedlar därmed insiderinformation från företagsledningen till marknaden och bidrar till en effektivare marknad genom att minska den asymmetriska informationen på marknaden (Chen, Goldstein & Jiang, 2007). Hade det varit en marknad med svag form anser Haugen (2001) att aktieanalytiker inte kan ge ut köp- och säljrekommendationer som genererar en avkastning. Informationen har redan analyserats vid ett tidigare tillfälle av andra aktieanalytiker och kan därmed inte bidra med något informationsvärde (Haugen, 2001; Olbert, 1991). Hade marknaden istället varit av stark form skulle aktieanalytikerna inte heller tillföra något värde för investerarna eftersom aktiekurserna på en sådan marknad redan återspeglar all information som analytikerna eventuellt skulle kunna ha (Bodie, Kane & Marcus., 2013).

2.4 Principal-agentteorin

Enligt Eisenhardt (1989) ämnar principal-agentteorin att undersöka relationen mellan uppdragsgivare (principalen) och uppdragstagare (agenten), samt om det föreligger några intressekonflikter mellan parterna. Teorin bygger på att principalen delegerar en uppgift till en agent och betalar denne för det utförda arbetet. Detta regleras vanligtvis genom ett kontrakt mellan parterna (Jensen & Meckling, 1976). I denna studie antas principalen vara fondförvaltare och agenten antas vara aktieanalytiker och uppgiften som delegeras är att göra aktieanalyser på börsbolag. Med de nya MiFID II reglerna måste det i kontraktet mellan fondförvaltarna och aktieanalytikerna nu framgå vad summan för analyskostnaderna blir och därmed blir principal-agentförhållandet tydligare än tidigare. Kontrakten ska motverka avvikelserna mellan agentens agerande samt nyttomaximeringen för principalen (Greve, 2014). I samband med upprättande av kontrakten mellan köp- och säljsidan kommer inte aktieanalytiker kunna främja sin egen situation och maximera den egna nyttan. Agentens handlingar har dock en stor betydelse för principalen eftersom de påverkar verksamhetens resultat (Hagen, 1990). Ifall MiFID II gör att kvalitén på aktieanalyserna minskar innebär det att fondförvaltarna kommer få sämre information. Får fondförvaltarna sämre information kommer de förvalta sina portföljer sämre och tvärtom ifall MiFID II gör att kvalitén ökar på aktieanalyserna.

I en principal-agentrelation kan det uppstå en problematik i form av asymmetrisk information. Enligt teorin antas agenten ofta ha ett informationsövertag gentemot principalen (Braun & Guston, 2003). Informationsövertaget beror på att agenten ofta är

expert inom sitt område. Det innebär således att aktieanalytikerna har ett informationsövertag gentemot fondförvaltarna. Informationsasymmetrin leder till att exempelvis *adverse selection* uppstår, vilket innebär att säljaren har ett övertag gentemot köparen beträffande kvalitet (Akerlof, 1970). Aktieanalytikerna vet kvalitén på sina analyser, medan fondförvaltarna inte har tillräcklig information för att bedöma denna kvalitet. Fondförvaltarna är därmed beredda att betala ett pris på aktieanalyserna som ligger någonstans mellan priserna för en högkvalitativ och en lågkvalitativ analys. Aktieanalytikerna med högkvalitativa analyser kommer därför inte kunna få ut ett fullt pris på sina analyser. Om andelen lågkvalitativa analyser är liten kommer marknadspriset ändå vara tillräckligt högt för att aktieanalytikerna ska vara intresserade av att göra aktieanalyser. Om priset istället blir för lågt kommer aktieanalytikerna med högkvalitativa analyser trängas bort från marknaden. Denna asymmetriska information gör att marknaden kommer domineras av analyser med låg kvalitet. Teorier om informationsasymmetri och informationsövertag kommer att diskuteras vidare under nästa avsnitt om *informationsasymmetri*.

2.5 Informationsasymmetri

Asymmetrisk information föreligger när en part i ett avtal har mer information än den andra parten. Den ena parten kan ha bättre tillgång till informationen eller att informationen är mer omfattande och detaljrik. Således har den ena parten ett informationsövertag gentemot den andra parten. En följd blir att parten med lite information därmed efterfrågar mer information och i vissa fall även är beredd att köpa information av parten med informationsövertaget (Vaněk & Botlík, 2013). Grossman och Stiglitz (1982) delar upp investerare i en grupp med mer information och en annan med mindre information. En aktör som besitter högre kunskap och information inom kapitalförvaltning och investeringar än allmänheten enligt Sharma (1997) är agenten. Denna asymmetri leder till att konsumenter söker information hos en agent, vilket skulle kunna utgöras av en fondförvaltare, vid finansiella beslut. Agenten skulle även kunna utgöras av en aktieanalytiker, där den som söker information istället är en fondförvaltare. I denna studie föreligger denna asymmetri mellan aktieanalytiker och fondförvaltare, där fondförvaltare söker information från aktieanalytikerna genom aktieanalyserna vid investeringsbeslut.

2.5.1 Aktieanalytikers roll för att motverka informationsasymmetrin

Aktieanalytiker värderar och analyserar bolag genom att tolka samt bearbeta den information som tillhandahålls av exempelvis bolagen själva (Olbert, 1991). Enligt Du och Budescu (2018) förmedlar analytikerna finansiell information om ett bolag i form av prognoser, som vidare mynnar ut i en kursrekommendation. De tre vanligaste

rekommendationerna är: köp, sälj och behåll. Analytikerna ger även en överblick av makro- och mikroekonomiska faktorer. Det går därmed att säga att aktieanalytikerna fyller en viktig roll för att förse den finansiella marknaden med information (Lepone, Leung & Li, 2012; Lang, Lins & Miller, 2004) och därmed minskar informationsasymmetrin på den finansiella marknaden. Det finns dock meningsskiljaktigheter ifall aktieanalytikerna faktiskt motverkar informationsasymmetrin eller inte.

Olbert (1991) menar att aktieanalytiker behövs om marknaden inte är informationseffektiv. Informationen från aktieanalytiker kan innehålla värdefull information som underlättar vid förvaltning av fonder (Gu m.fl., 2019; Gupta, Preetibedi & Poonamlakra, 2014). Viktigt att påpeka är dock att aktieanalytikerns prognoser inte alltid stämmer överens med det framtida utfallet (Olbert, 1991; Du & Budescu, 2017). Genom att förmedla information och därmed göra privat information offentlig anser Lepone, Leung och Li (2012) att informationsasymmetrin minskar. Minskad informationsasymmetri gör marknaden mer effektiv (Vaněk & Botlík, 2013; Healy & Palepu, 2001). Kritiker såsom Vaněk och Botlík (2013) hävdar att informationsasymmetrin ökat trots att tillgången av mängden information som finns tillgängligt för allmänheten ökat de senaste åren. Forskarna menar att det blivit svårare för exempelvis fondförvaltare att hitta bra och relevant information. Fondförvaltarna behöver därmed aktieanalytikernas hjälp för att kunna utföra sitt arbete mer effektivt. Vaněk och Botlík (2013) hävdar att aktörer såsom fondförvaltare letar sig till information som är lättillgänglig. Privat information som inte kan hittas gratis online, men som kan levereras inom kort tid av en aktieanalytiker, har därmed ett högt värde för en fondförvaltare (Tan & Lee, 2015).

Bodie, Kane och Marcus. (2008) och Poon (2017) menar att en analytikers arbete och prognoser är överflödiga och onödiga eftersom inget värde kan utvinnas från dem. Informationen som använts i prognoserna finns redan tillgängligt på marknaden och reflekteras således redan i aktiekurserna. Studierna av Quinlan and Associates genom Cae (2018) och Frost Consulting genom Hay (2018) visar att efterfrågan på aktieanalyser sjunkit. Altinkılıç och Hansen (2009) samt Maurice Kendall genom Bodie, Kane och Marcus. (2008) ställer sig kritiska huruvida en aktieanalytiker bidrar med något värde för en fondförvaltare eftersom de kan hitta information på internet på egen hand. Förändringen leder till att fondförvaltare inte behöver aktieanalytikerns hjälp för att hitta detaljrik och omfattande information (Oehler & Kohlert, 2009; Poon, 2017). Flera forskare menar att aktieanalytiker inte bidrar till att minska informationsasymmetrin (Li & You, 2015; Michaely & Womack, 1999; Bowen, Chen & Cheng, 2008). Kritiken grundar sig främst i hur objektiva aktieanalytikerna är i sina analyser. Tidigare forskning har visat att analytiker ofta ger ut för optimistiska analyser i form av fler köp- än säljrekommendationer (Cheng, Liu & Qian, 2006; Cowen, Groyberg & Healy, 2006; Guan, Lu & Wong, 2012).

3 Metod

Metodkapitlet inleds med studiens valda perspektiv, strategi, design och ansats. Vidare följer en genomgång av insamling och bearbetning av det empiriska materialet genom de åtta semistrukturerade intervjuerna. Slutligen diskuteras studiens kvalitet, kritik riktat mot metoden och källorna, samt etiska aspekter.

3.1 Forskningsperspektiv

Det finns enligt Justesen, Mik-Meyer och Andersson (2011) tre olika forskningsperspektiv en forskningsstudie kan utgå ifrån. Dessa perspektiv är det *realistiska*, det *fenomenologiska* och det *konstruktivistiska* perspektivet. Forskare med ett fenomenologiskt perspektiv avser att undersöka en specifik grupps uppfattningar av ett fenomen. I denna studie är det fondförvaltare och aktieanalytiker som är de två specifika grupperna som kommer att studeras. Grundläggande för det fenomenologiska perspektivet är distinktionen mellan hur något verkligen är och hur detta fenomen uppfattas vara. En studie med ett fenomenologiskt perspektiv syftar således inte besvara huruvida något är sant eller falskt (Larsson, 1986). I ett realistiskt perspektiv fokuserar forskarna istället på att försöka förklara verkligheten ur ett objektiva, neutralt och realistiskt synsätt (Justesen, Mik-Meyer & Andersson 2011). Forskare i ett konstruktivistiskt perspektiv fokuserar på hur sociala företeelser kontinuerligt skapas av sociala aktörer (Bryman & Bell, 2017).

Eftersom denna studie ämnar undersöka fondförvaltare och aktieanalytikernas upplevelser av direktivets följder på den svenska finansiella marknaden har ett fenomenologiskt perspektiv valts. Studiens författare har ingen avsikt att avgöra huruvida respondenternas uppfattningar är korrekta eller inte. I ett fenomenologiskt perspektiv är någons subjektivitet samt egna tolkningar av ett fenomen centrala delar (Justesen, Mik-Meyer & Andersson 2011). Det går hand i hand med studiens syfte eftersom författarna snarare vill förstå ett fenomen utifrån respondenternas perspektiv än att förklara varför den finansiella marknaden ser ut som den gör. Enligt Kvale, Brinkmann och Torhell (2009) ämnar en fenomenologisk studie att försöka finna gemensamma beskrivningar av ett fenomen. I analysen av empirin har studiens författare därmed försökt finna gemensamma beskrivningar av fenomenen respondenterna på köp- och säljsidan av aktieanalyser tog upp under intervjuerna och jämföra dessa med varandra.

3.2 Forskningsstrategi

Valet av forskningsstrategi baseras på vad studien syftar till att undersöka samt vilka forskningsfrågor studien ämnar besvara (Bryman & Bell, 2013). Inom den samhällsvetenskapliga forskningen finns det två forskningsmetoder: en kvalitativ och en

kvantitativ metod. Den kvantitativa metoden ämnar undersöka forskningsområden som går att generalisera och där insamlad empiri kan summeras till numerisk information. Den kvalitativa metoden ämnar istället undersöka forskningsområden som inte kan omvandlas till numerisk information utan måste sammanfattas i ord. En kvalitativ metod har för avsikt att fördjupa sig inom ett specifikt område genom att samla in data om tyckanden och tänkanden (Holme & Solvang, 1997; Svenning, 1996).

Till denna studie har den kvalitativa forskningsmetoden valts, således ämnar studien gå in på djupet inom ett specifikt ämnesområde. Genom kvalitativa intervjuer har studiens författare för avsikt att undersöka vilken skillnad köp- och säljsidan av aktieanalyser på den svenska finansiella marknaden upplever att MiFID II haft ett år efter implementeringen. En kvalitativ metod är därför mest tillämplig. David och Sutton (2016) belyser att fokus i en kvalitativ studie ligger på att förstå den sociala verkligheten samt hur deltagarna i studien tolkar denna verklighet. Den kvalitativa metoden ger därmed utrymme att få en djupare förståelse inom ett specifikt ämnesområde genom att fokusera på ord snarare än en generalisering av ett resultat eller en kvantifiering av data (David & Sutton, 2016; Bryman & Bell, 2013). Syftet med denna studie är inte att ge en generalisering av resultatet utan studien ämnar öka förståelsen för hur fondförvaltare och aktieanalytiker på den svenska finansiella marknaden, som påverkats av MiFID II, upplever regelverket.

3.3 Forskningsdesign

Valet av forskningsdesign avser den struktur som hanteringen och framställningen av data som valts i studien, men även på vilket sätt metoden utförts. Två exempel på strukturer inom en kvalitativ studie är fall- och tvärsnittsstudie (Bryman & Bell, 2013). I denna studie har en fallstudiedesign använts. Vidare förklarar forskarna att en fallstudie är en studie som ämnar studera ett specifikt fall mer djupgående och detaljerat. Ett specifikt fall skulle kunna utgöra en plats, en händelse, en person eller ett företag (Bryman & Bell, 2013). Fallet i denna studie är hur köp- och säljsidan av aktieanalyser upplever att MiFID II har haft för följer ett år efter implementeringen. Yin (2011) förklarar fallstudier som en design där frågan "hur" besvaras. Denna studie ämnar undersöka *hur* köp- respektive säljsidan av aktieanalyser upplever implementeringsprocessen av MiFID II samt vilka följer den haft för köp- och säljsidan av aktieanalyserns verksamheter. Genom studien förväntas även studiens författare undersöka *hur* köp- och säljsidan upplever att MiFID II haft för följer på marknaden och dess aktörer och vad direktivet kommer ha för fortsatt påverkan på sikt. Slutligen ämnar studien också undersöka *hur* detta kommit att påverka aktieanalyser. Eftersom det rör sig om *hur*-frågor som ska besvaras och det handlar om en specifik händelse passar fallstudiedesignen in bäst för att kunna besvara studiens syfte. Dessutom avser studiens författare skapa en ökad förståelse för direktivets följer på den finansiella marknaden genom att intervjua fondförvaltare och aktieanalytiker och därmed få en

djupare och mer detaljerad beskrivning av direktivets följder. MiFID II implementerades i svensk lag i början av 2018 och är således ett relativt outforskat ämne inom svenska termer kopplat till aktieanalytiker samt fondbörvaltare. Gustavsson (2004) hävdar att en fallstudie är mest lämplig i en forskningsstudie där ämnet är komplext och delvis okänt och outforskat, vilket också gör att en fallstudie anses vara mest lämplig i denna studie.

3.4 Forskningsansats

Enligt Bryman och Bell (2013) finns det tre olika forskningsansatser: *induktiv, deduktiv och abduktiv*. Den induktiva ansatsen innebär enligt David och Sutton (2016) att studien har sin utgångspunkt i de data som samlats in under studiens gång och sedan resulterar i teorin. Motsatsen till denna ansats är den deduktiva ansatsen som har sin utgångspunkt i teorin, där teorin testas genom en empirisk studie. Vidare menar David och Sutton (2016) att ett induktivt synsätt ägnar sig åt att utforska ett område snarare än att försöka pröva en hypotes. En prövning av hypoteser förknippas istället till den deduktiva ansatsen. Eftersom denna studies teoretiska referensram bygger på redan befintliga teorier såsom marknadseffektivitet, principal-agentteorin och informationsasymmetri skulle studien kunna antas vara av deduktiv karaktär. Samtidigt har MiFID II endast funnits implementerad på den svenska finansiella marknaden i ett år, vilket innebär att det är ett väldigt nytt och aktuellt ämne som inte studerats tidigare. Utifrån det sistnämnda kan studien istället antas ha en induktiv ansats, eftersom data kommer samlas in genom empirin för att skapa nya infallsvinklar i teorierna.

Bryman och Bell (2013) menar att studier sällan är av ren induktion eller ren deduktion, utan att det kan finnas spår av deduktion i den induktiva ansatsen. Ett deduktivt och induktivt inslag bildar tillsammans den tredje ansatsen; den abduktiva ansatsen. I denna studie blir en abduktiv ansats mest tillämpbar eftersom studien innehåller både induktiva och deduktiva inslag. Den abduktiva ansatsen har gjort det möjligt att i efterhand, efter insamling av data, kunna gå tillbaka och ändra i teorin så att den stämmer överens med empirin. Den abduktiva ansatsen har även gjort det möjligt att kunna vidareutveckla den befintliga teorin och undersöka nya perspektiv inom forskningsområdet. Tidigare teorier om marknadseffektivitet, principal-agentteorin och informationsasymmetri har använts för att veta vad för data som ska samlas in om exempelvis aktieanalyser och dess värde utifrån de fyra kriterierna: bolagsbevakning, efterfrågan, kvalitet och pris. Den insamlade empirin bidrar i sin tur till att utveckla och vidareutveckla de redan befintliga teorierna om den effektiva marknadshypotesen, principal-agentteorin och informationsasymmetri. Samtidigt kan nya teorier skapas kring MiFID II genom insamling av empirin eftersom det är ett relativt outforskat ämne.

3.5 Datainsamling

3.5.1 Litteraturgenomgång

För att kunna genomföra en forskningsstudie menar Bryman och Bell (2013) att det krävs en stor datainsamling. En stor datainsamling krävs för att kunna få en bred förståelse för relevanta teorier och koncept inom området studien ämnar undersöka. Vidare menar Bryman och Bell (2013) att datainsamlingen antingen kan vara av primär eller sekundär karaktär. I denna studie har såväl primärdata som sekundärdata använts eftersom de tillsammans bidrar till en mer trovärdig studie. Primärdata innebär att forskarna själva samlar in och analyserar den insamlade data (Bryman & Bell, 2013). I en kvalitativ studie med fallstudie som forskningsdesign samlas empirin oftast in genom intervjuer (Yin & Nilsson, 2007). Denna studies primärdata utgörs av intervjuer för att få mer nyanserade svar samt ett djup i studiens analysunderlag. Sekundärdata är information som genereras från andra källor i form av facklitteratur och vetenskapliga artiklar (Bryman & Bell, 2013). I denna studie har tidigare forskning och teorier kopplat till regelverk, marknadseffektivitet, principal-agentteorin, informationsasymmetri och aktieanalyser samlats in. Tidigare forskning har i första hand samlat in data genom vetenskapliga artiklar och facklitteratur. Dock har det förelegat svårigheter att finna vetenskaplig forskning kring MiFID II, vilket gjort att artiklar från företag samt dagstidningar har kompletterat studien i andra hand. Genom den sekundärdata som samlas in, hoppas studiens författare kunna hjälpa till att bredda läsarens förståelse för ämnet samt få ett större djup i analysen.

Som ovan redan nämnt, utgörs den största delen av litteraturinsamlingen av vetenskapliga artiklar och rapporter. Dessa är inhämtade från databaser såsom Business Source Premier, Linköpings universitetsbibliotek och Google Scholar. Material från universitetsbiblioteket anses vara kvalitetssäkrade enligt Rienecker, Jörgensen och Hedelund (2014) och kommer därmed användas i studien. Bryman och Bell (2013) menar att det är viktigt att använda centrala begrepp för att underlätta sökningen av litteratur. I denna studie har sökorden för att få fram lämplig litteratur varit: MiFID II, transparens, effektiv marknad, principal-agentteorin, informationsasymmetri, aktieanalytiker, fondförvaltare och aktieanalyser. Studiens författare har använt såväl ny som äldre litteratur. Nyare litteratur har använts vid belysningen av ämnets aktualitet och äldre litteratur vid teorierna om marknadseffektivitet, principal-agentteorin, informationsasymmetri samt teorier om regelverk. Alla vetenskapliga artiklar, där forskarna refererar till annan forskning, har studiens författare försökt leda tillbaka till originalkällan. Studiens författare har i och med detta försökt få tag i ursprungslitteratur för att därmed undvika misstolkningar av originalkällan.

3.5.2 Semistrukturerade intervjuer

Enligt Bryman och Bell (2013) kan intervjuer anta en strukturerad, ostrukturerad eller semistrukturerad form. Intervjuerna utgick från studiens författares intervjuguide med ett flertal olika teman (bilagor 2–3). Samtidigt fanns det under intervjuerna möjlighet att avvika från intervjuguiden och ställa följdfrågor som inte fanns inkluderade i intervjuguiden. Detta är enligt Justesen, Mik-Meyer och Andersson (2011) tecken på en semistrukturerad intervju och därmed antas intervjuerna i denna studie vara av semistrukturerad form. Under en strukturerad intervju kan följdfrågor också ställas, dock med skillnaden att de i en strukturerad intervju är förutbestämda. I studien har samtliga huvudfrågor ställts i samma ordningsföljd till köp- och säljsidan av aktieanalyser, medan följdfrågorna avvek något mellan respondenterna. Enligt Lantz (2007) bör semistrukturerade intervjuer vidhålla samma ordningsföljd för samtliga huvudfrågor på grund av att semistrukturerade intervjuer kan komma att ta längre tid än planerat. Anledningen till att semistrukturerade intervjuer gjorts, var för att ge respondenterna en viss grad av frihet samt möjlighet att styra innehållet mot vad de ansåg vara viktigt och relevant inom MiFID II. Enligt Bryman och Bell (2017) ska det bidra till mer utförliga och nyanserade svar, samtidigt som möjlighet finns att få en bättre kunskap om respondentens perspektiv inom ämnet studien syftar att undersöka. Vidare förespråkar Justesen, Mik-Meyer och Andersson (2011) att en semistrukturerad form bör användas vid ett fenomenologiskt perspektiv, vilket därmed stämmer överens med studiens valda forskningsperspektiv.

Sammanlagt skapades två intervjuguider; en till köpsidan och en till säljsidan. Dessa intervjuguider innehöll både strukturerade och ostrukturerade frågor. En intervju med strukturerade frågor försöker öka graden av trovärdighet och äkthet samtidigt som den ger större möjlighet att kunna kvantifiera svaren. Genom ostrukturerade intervjuer går det sedan bättre att framhäva varje enskild intervjus trovärdighet samtidigt som en större grad av personliga detaljrikiedomar fås (David & Sutton, 2016). En strukturerad fråga kunde vara hur fondbolagen betalar för analyskostnaden, medan en ostrukturerad fråga kunde vara vilken påverkan respondenten tror att MiFID II har på kort respektive lång sikt. David och Sutton (2016) menar att ostrukturerade frågor ämnar fånga upplevelser. Upplevelser i sin tur är subjektiva och innebär således i samband med denna studie att intervjuerna fångar respektive respondents tolkning av MiFID II.

3.5.3 Urval

Tabell 1. Val av respondenter

Respondent	Sida	Jobbtitel	Typ av intervju
A	Köp	Fondförvaltare	Fysisk
B	Köp	Fondförvaltare	Fysisk
C	Köp	Chef fondbolag	Telefon
D	Köp	Chef fondbolag	Telefon
E	Sälj	Chef analysavdelning	Fysisk
F	Sälj	Aktieanalytiker	Fysisk
G	Sälj	Chef analysavdelning	Fysisk
H	Sälj	Aktieanalytiker	Fysisk

Denna studie har ett målstyrt urval. Ett *målstyrt urval* definieras enligt Bryman och Bell (2013) när intervjuobjekten väljs ut strategiskt beroende på deras bakgrund, kompetens samt relevans för studien. Intervjuobjekten väljs således ut specifikt utifrån studiens syfte samt frågeställningar och inte slumpmässigt. Ahrne och Svensson (2015) menar att det vid en samhällsvetenskaplig forskning ibland först görs ett urval av organisationer och att ett urval därefter görs av tänkbara respondenter inom de bolagen. För att kunna välja ut lämpliga bolag ställdes följande kriterier upp för urvalet: att bolaget berörs av MiFID II, att bolaget implementerat MiFID II i verksamheten samt att bolaget antingen skapar eller tar emot externa aktieanalyser.

Därefter valdes respondenter på dessa bolag ut. För att kunna välja lämpliga respondenter ställdes ytterligare krav upp. Dessa var att respondenten skulle vara fondförvaltare eller aktieanalytiker samt att respondenten hade erfarenhet och arbetade med externa aktieanalyser i sitt dagliga arbete. En del av bolagen som kontaktades hade inte tid att delta i studien, men hänvisade och gav kontaktuppgifter till personer på andra bolag eller andra personer på samma bolag som de ansåg mer lämpliga för studien. Det är något som Atkinson och Flint (2001) benämner som ett snöbollsurval. Totalt gjordes åtta intervjuer eftersom det var där som studiens författare kände att majoriteten av svaren liknade varandra och teoretisk mättnad uppnåddes. Enligt Corbin och Strauss (1990) innebär *teoretisk mättnad* att ett forskningsområde undersöks så pass väl tills en hög grad information samlats in.

3.5.4 Förberedelser och genomförande av intervjuerna

Som ovan nämnt, ställdes först kriterier upp för val av bolag och respondenter. Sedan sammanställdes en Excel-fil med lämpliga bolag, fondförvaltare och aktieanalytiker, studiens författare ämnade att kontakta. Därefter formulerades en mejlmall (bilaga 1), som skickades ut till valda intervjuobjekt. Om intervjuobjekten tackade ja till att delta i studien skickades en intervjumall (bilagor 2–3) ut. Därmed fanns möjlighet för respondenterna dels att hinna gå igenom frågorna på förhand och förbereda sig inför intervjun, men även ställa frågor eller påpeka ifall oklarheter förelåg. Att skicka ut en intervjuguide innan intervjutillfället anses vara positivt och bidra till en bättre intervju med bättre kvalitet samt mer utförliga svar (Kvale, Brinkman & Torhell, 2014). Respondenterna fick själva föreslå en plats att genomföra intervjun på, för att de skulle känna sig bekväma och trygga under intervjuns gång. Majoriteten av respondenterna valde att genomföra intervjun på deras arbetsplats i ett konferensrum, för att de skulle kunna tala fritt utan störningsmoment. Det var två respondenter som dock valde att genomföra intervjun via telefon. Fördelen med att genomföra intervjuerna fysiskt enligt David och Sutton (2016) är att man enklare kan försäkra sig om att ingen misstolkning sker av vad respondenterna säger. Samtidigt menar de att det även finns negativa aspekter med att genomföra en fysisk intervju eftersom respondenterna kan känna sig obekväma. Nackdelen med telefonintervjuerna, enligt Bryman och Bell (2013), är att man inte kan se respondenternas kroppsspråk som därmed gör att man inte vet hur personen reagerar på frågan. Det som de däremot anser positivt med telefonintervjuer är att respondenterna eventuellt finner det enklare att svara på känsliga frågor. I allmänhet anses intervjuerna vara mer givande om de som utför intervjun är pålästa innan ämnesområdet (Kvale, Brinkman & Torhell, 2014). Genom att göra en litteraturstudie kring ämnesområdet i förväg, samt konstruerandet av intervjumallen kunde studiens författare läsa på mer om ämnesområdet och därmed kunna bidra till en ökad kvalitet i studien.

Båda studiens författare närvarade vid samtliga intervjuer utom en där den ena författaren var sjuk. Genom att studiens författare genomförde sju av åtta intervjuer tillsammans går det enklare att säkerställa att informationen uppfattats korrekt och på ett objektivt sätt. Eisenhardt (1989) menar att man kan se saker ur flera perspektiv och att det därmed stärker det empiriska resultatet om flera forskare kan närvara under intervjun. Varje intervju tog mellan 20–40 minuter att genomföra, där författarna började med att berätta om studiens syfte och dess innebörd och kontrollerade att intervjuobjekten uppfattat studiens syfte rätt. Intervjuobjekten fick försäkran om att få vara anonyma om de så önskade och att de även hade möjligheten att avbryta intervjun och därmed deltagandet i studien om och när de ville. Detta genomfördes för att uppnå de etiska aspekter uppsatta av Vetenskapsrådet, vilket nämns mer under avsnitt 3.8 *Etiska aspekter*. Författarna erhöll även tillstånd av intervjuobjekten att få spela in intervjuerna. Samtliga intervjuer spelades

in för att underlätta analysen av data (Bryman, 2008). Dock menar Bryman och Bell (2017) att det kan uppstå problem vid inspelningar eftersom intervjuobjekten kan uppleva obehag och därmed undanhålla viss information. Dock borde det problemet vara mindre i studien eftersom de gavs möjlighet att vara anonyma. Därefter följdes intervjumallen där respondenterna först fick svara på enklare frågor såsom bakgrundsfrågor och berätta om sin syn på MiFID II. Därpå frågades mer komplexa frågor rörande MiFID II och aktieanalyser. Om intervjuobjekten började prata om något intressant och relevant ämne som studiens författare inte fångat, ställdes också följdfrågor, vilka inte fanns med i intervjumallen.

3.6 Bearbetning och analys av data

För att kunna bearbeta och analysera det empiriska materialet, som samlades in från intervjuerna, inleddes transkribering av dem. Transkriberingen gjordes i syfte att förenkla analysen av det insamlade materialet samt för att minimera risken för feltolkning (Bryman & Bell, 2013). Vidare innebär en transkribering en ordagrann citering av vad som sagts under intervjun. Transkriberingen syftar därmed till att skapa en bättre förståelse och överblick av intervjuerna som gjorts under studiens gång (Bryman & Bell, 2017). Det transkriberade materialet har utgjort den empiriska data som analysprocessen sedan utgått från. Bryman (2012) menar att en transkribering bör ske efter varje intervjutillfälle; något författarna försökt göra i så god mån som möjligt. Dock har det inte alltid varit möjligt eftersom vissa intervjuer låg direkt efter varandra under samma dag. Samtliga intervjuer lyssnades igenom av författarna var för sig, för att säkerställa att transkriberingen uppfattats och gjorts korrekt.

För att kunna analysera det insamlade materialet valdes därefter en tematisk analysmetod. Den tematiska analysmetoden, menar Bryman & Bell (2017), är ett av de vanligaste sätten att analysera kvalitativa data på. I en tematisk analysmetod tas överflödigt information bort (Lantz, 2007). Metoden gjorde det möjligt att göra en kategorisering av olika teman när det empiriska materialet sammanställdes. Transkriberingen underlättade eftersom nyckelord kunde identifieras från varje intervju. Vidare togs även överflödigt information bort som inte var relevant i studiens analys. Information som togs bort utgjorde exempelvis företagsnamn eftersom alla respondenter skulle förbli anonyma. Ytterligare information som plockades bort var ifall respondenterna hamnade på ett sidospår som inte var relevant för studien, samt presentationen av studiens syfte. Efter att ha kategoriserat samt analyserat det empiriska materialet, identifierades likheter och skillnader mellan fondförvaltarnas och aktieanalytikernas upplevelser av MiFID II. Tre huvudteman kunde formuleras: implementeringen av MiFID II, synen på MiFID II och MiFID II:s påverkan på aktieanalyser. Under dessa huvudteman formades därefter olika underteman.

3.7 Kvalité och kritik

Inom företagsekonomisk forskning är validitet och reliabilitet de två vanligaste kriterierna för att bedöma en studies kvalité, enligt Bryman och Bell (2017). Dock är det två begrepp som oftast används i studier som har en kvantitativ karaktär. Eftersom denna studie är av kvalitativ karaktär blir det därför svårt att tillämpa kriterierna. Guba och Lincoln (1989) genom Bryman och Bell (2017) menar att det finns andra alternativa kriterier såsom trovärdighet och äkthet för att bedöma kvalitén i en kvalitativ studie. Vidare kan trovärdighet delas upp i de fyra underkriterierna: tillförlitlighet, överförbarhet, pålitlighet och konfirmering. Det är de kvalitetskriterier studiens författare valt att förhålla sig till vid bedömningen av studiens kvalité.

3.7.1 Trovärdighet

Det första kriteriet som krävs för att studien ska kunna anses vara trovärdig är *tillförlitlighet*. Tillförlitlighet kan skapas genom något Bryman och Bell (2017) kallar respondentvalidering. *Respondentvalidering* innebär att respondenterna får granska det empiriska materialet för att säkerställa att informationen uppfattats och återgivits på ett korrekt sätt i enhetlighet med hur respondenterna själva upplever verkligheten. Respondenterna i denna studie har fått möjlighet att ta del och granska såväl det transkriberade materialet av den insamlade empirin, såväl som ett första utkast av den slutgiltiga uppsatsen om de önskade. Det resulterade i att vissa respondenter återkommit med små korrigeringar eller förtydliganden i det transkriberade materialet innan det tagits med i det empiriska resultatet. Till de respondenter som ville ta del av transkriberingen skickades materialet strax efter intervjutillfället och respondenterna hade en vecka på sig att återkomma om de ville justera något i sina svar och korrigera felaktigheter.

Det andra kriteriet för att uppnå trovärdighet i en studie är *överförbarhet* och innebär att studiens resultat är applicerbart i en annan kontext alternativt i samma kontext fast vid en senare tidpunkt (Bryman & Bell, 2017). Inom studiens ramar finns det inte möjlighet att ta del av hur samtliga fondförvaltare och aktieanalytiker, som kommit att bli påverkade av MiFID II, upplever direktivets påföljder på den svenska finansiella marknaden. Urvalet i studien har således begränsats till åtta respondenter; fyra på köp- och fyra på säljsidan. En nackdel till begränsningen kan vara att det kan bli svårt att generalisera ett resultat, vilket är något som har tagits hänsyn till vid analysen och sedan vid författandet av slutsatsen. Studiens författare är också medvetna om att MiFID II endast funnits implementerat i svensk lag i ett år varför många av respondenternas tankar och resonemang i studien blev ur ett hypotetiskt och spekulativt perspektiv. Många aktörer prövar fortfarande sina affärsmodeller och en harmonisering hur MiFID II implementerats i varje företag föreligger

därmed inte än. Framtida studier inom ämnet kan därmed komma att skilja sig åt när det finns mer data att tillgå.

Pålitlighet är det tredje kriteriet som krävs för att öka trovärdigheten i en studie. Pålitlighet uppnås genom dokumentation samt redogörelse av de olika faserna och valen i forskningsprocessen. Under forskningens gång kan även kollegor och opponenter användas för att granska kvalitén på de val som gjorts i studien (Bryman & Bell, 2017). Studiens författare har i metodavsnittet redogjort för de olika faser i forskningsprocessen samt valen som gjorts i form av exempelvis urvalet av intervjuobjekt och tillvägagångssätt för att analysera empirin. Författarna har även argumenterat samt redogjort för vilka metoder som valts ut, hur dessa metoder kommit att påverka studien och vilken kritik som skulle kunna riktas mot dessa. Under kursens gång har dessutom handledare och andra studenter fått möjligheten att granska och kritisera arbetet i form av opponeringsseminarium, förslutsseminarium och framläggning i syfte för att stärka pålitligheten i studien.

Det sista trovärdighetskriteriet är *konfirmering* och innebär att forskarna måste säkerställa att man inte låtit sina personliga värderingar påverka resultatet i studien. Forskarna bör istället försöka ha ett objektiva synsätt. Viktigt att påpeka i detta samband är att det inom samhällsforskning kan vara svårt att uppnå total objektivitet. Därmed blir det viktigt att forskarna inte påverkar resultatet och agerar i god tro (Bryman & Bell, 2017). I denna studie har författarna försökt verka objektivt genom att granska och validera varandras delar i arbetsprocessen. Därmed bör det inte finnas med några personliga värderingar som kan komma att påverka resultatet i det insamlade materialet från intervjuerna. Alla intervjuer förutom en är utförda med båda författarnas medverkande. Den intervju som enbart en utav studiens författare medverkade vid blev dock mer noggrant granskad av den andra författaren i efterhand. Bryman & Bell (2013) anser att en sådan granskning måste göras för att säkerställa att intervjun tolkas på ett korrekt sätt, samt öka objektiviteten i studien.

3.7.2 Äkthet

Utöver trovärdighetskriteriet nämner Guba och Lincoln (1989) genom Bryman och Bell (2017) att man i samband med kvalitet behöver diskutera äkthet i en kvalitativ studie. *Äkthet* innebär att en studie ska ge en rättvis bild av medverkarnas åsikter och uppfattningar. Vidare innebär det även att forskarna ska hjälpa respondenterna förstå den miljö de är verksamma i samtidigt som förståelse skapas för hur andra personer upplever samma miljö. I denna studie utgör den svenska finansiella marknaden denna miljö. Slutligen innebär äkthet också att de medverkande personerna i studien har möjlighet att förändra sin situation eller vidta åtgärder för förändring (Bryman & Bell, 2017). En korrekt bild borde föreligga eftersom respondenterna fått möjlighet att ta del av transkriberingen och empirin för att korrigera eller förtydliga deras uttalanden om de ville. Genom att

respondenterna ges möjlighet att ta del av uppsatsen både innan och efter den blivit publicerad har respondenterna möjlighet att öka förståelsen för sin egen situation, men även att öka förståelsen för andra verksamma aktörers situation på den svenska finansiella marknaden. Genom en ökad förståelse skulle respondenterna även kunna reflektera över resultatet och vidta åtgärder för förändring, om de anser att det behövs, vilket i sin tur ökar äktheten i studien.

3.7.3 Metodkritik

Det främsta kriteriet som riktas mot en kvalitativ studie enligt Bryman och Bell (2017) är att den är för subjektiv, eftersom forskarna styr vilken riktning som tas vid bland annat datainsamlingen. Subjektiviteten försvårar därmed en replikering av en kvalitativ studie. Eftersom MiFID II är ett väldigt nytt regelverk där alla aktörerna fortfarande prövar sina affärsmodeller, menar studiens författare att det inte är viktigt att kunna replikera studien och erhålla exakt samma resultat. Respondenternas upplevelser kring regelverket kommer troligen fortsätta ändras så länge aktörerna fortsätter förändra sina affärsmodeller och det inte sker en harmonisering på den finansiella marknaden. Därför vill studiens författare snarare förstå fondförvaltarna och aktieanalytikernas upplevelser just nu med den affärsmodell som råder. Ytterligare kritik som riktas mot kvalitativa studier är enligt Alvesson och Skoldberg (2008) att kvalitativa studier utgår från empiriska insamlingar som är mindre jämfört med kvalitativa studier. Det gör att det därmed blir svårare att generalisera resultatet. Studiens författare har inte för avsikt att kunna generalisera resultatet utan att öka förståelsen för hur en del av marknads aktörer upplever direktivet. En kvalitativ metod anses vara viktig för att kunna förstå fondförvaltarna och aktieanalytikernas upplevelser av MiFID II. För att få en generaliserbarhet hade en större och mer omfattande studie krävts.

Ahrne och Svensson (2015) kritiserar semistrukturerade intervjuer som insamlingsmetod med argument att bilden av det studerade fenomenet ofta blir begränsad och subjektiv. Bryman och Bell (2013) anser att subjektiviteten i semistrukturerade intervjuer grundar sig i att följdfrågorna inte blir lika i intervjuerna. Eftersom upplevelser inte kan vara objektiva, utan personberoende blir därmed studien subjektiv eftersom vikten ligger på respondenternas upplevelser. Detta menar studiens författare går inte att undvika. Dessutom ville författarna i studien kunna fånga köp- och säljsidan av aktieanalytikers upplevelser av MiFID II och vad de ansåg vara viktigt och intressant. Därför ansågs en viss frihet att själva styra över innehållet nödvändigt för studien, för att på ett djupare plan kunna förstå fondförvaltarna och aktieanalytikernas upplevelser av MiFID II:s följder. Bortfall i intervjuerna är en ytterligare kritik i metoden. Vid förfrågan av intervjuobjekt att intervjua, kontaktades 89 personer på svenska finansiella marknaden om de ville ställa upp på en intervju och delta i studien. Ett flertal av dessa föll bort eftersom studiens författare

inte fick något gensvar på mejlet, vilket skulle kunna vara en följd av att mejlet hamnat i personens skräppost. Andra föll bort på grund av att den tillfrågade inte kände sig tillräckligt påläst om ämnet, för att kunna besvara frågorna kring MiFID II och därmed inte ville delta i studien. Utöver detta uppstod bortfall ifall den tillfrågade personen svarade att de redan hade en stor arbetsbörda och därmed inte hade tid för en intervju.

3.7.4 Källkritik

Ett kritiskt förhållningssätt har funnits gentemot det insamlade materialet såsom sekundärkällor under studiens gång. Rienecker, Jörgensen och Hedelund (2014) menar att det är viktigt att reflektera kring vem som författat texten, vilket syfte som ligger bakom författandet, hur aktuell texten fortfarande är inom ämnesområdet samt huruvida referenser till materialet är angivna. Viktigt har varit att främst använda litteratur som varit kvalitetskontrollerad och i den mån möjlig originalkälla för att öka trovärdigheten i studien. Teorier om exempelvis den effektiva marknadshypotesen är hämtad främst från välciterade samt klassisk litteratur som skrivits av forskare såsom Eugene Fama. När det kommer till MiFID II har främst officiella dokument från myndigheter och Sveriges regering använts, för att dessa anses ha en hög grad av trovärdighet. I uppsatsens inledningskapitel har dock källor såsom tidnings- och bloggartiklar tagits upp, på grund av att avsaknaden av vetenskapliga artiklar som berör valt ämnesområde. Eftersom MiFID II endast funnits implementerat sedan den 3 januari 2018 innebär det att utbudet av vetenskapliga artiklar och övrig litteratur kring studiens ämne varit begränsat. Tidningsartiklarna och blogginläggen utgör dock inte någon form av vetenskapligt underlag för studien utan är enbart ett komplement till de vetenskapliga artiklarna som använts. Tidningar och bloggar har använts för att bland annat belysa den samhällsdebatt som pågår kring MiFID II och som väckte intresset för studien. För att kunna verifiera huruvida informationen är sann eller inte och vilken kvalitet informationen har, har studiens författare försökt inhämta information från väletablerade företag och institutioner. Studiens författare har även försökt hitta flera oberoende källor som bekräftar samma information, för att således stärka trovärdigheten i studien.

3.8 Etiska aspekter

Det är viktigt att väga *forskningskravet* mot *individskyddskravet* i en vetenskaplig studie, menar Vetenskapsrådet (2002). Forskningskravet innebär att samhällets medlemmar har ett berättigat krav på sig att bedriva forskning. Individskyddskravet medför att samhällets medlemmar är skyddade mot otillbörlig insyn i sina livsförhållanden. Individsskyddet innebär också enligt Bryman och Bell (2013) att respondenterna i en studie måste skyddas från förödmjukelse, kränkning, fysisk och psykisk skada. Vidare delas informationsskyddet

upp i de fyra huvudkraven: informationskravet, samtyckeskravet, konfidentialitetskravet och nyttjandekravet (Bryman & Bell, 2013; Vetenskapsrådet, 2002).

Det första kravet *informationskravet* innebär att forskarna måste ge de medverkande personerna i studien information om forskningsstudiens syfte samt vilken roll de kommer ha i studien (Vetenskapsrådet, 2002). Studiens respondenter har innan intervjuerna i mejlförfrågan och i intervjuguiden fått skriftlig information utskickat om författarnas namn, institutionsanknytning och kontaktuppgifter. Det framgick även vad studien har för syfte, vilka intervjufrågorna är, att studien är frivillig och att medverkan kan avbrytas när som helst. Det framgick även att det fanns möjlighet att förbli anonym och att resultatet finns tillgänglig efter att uppsatsen blivit publicerad på Linköpings universitets portal. Därtill blev respondenterna informerade om att det insamlade materialet enbart används inom ramen för denna studie och att det innan publicering är möjligt att godkänna det insamlade materialet. Samma information gavs även muntligt till respondenterna vid intervjutillfällena.

Det första kravet hänger samman med nästa krav; *samtyckeskravet*. Detta krav innebär i sin tur att respondenterna själva får bestämma över sin medverkan i studien. Mer specifikt måste samtycke hämtas från deltagarna (Vetenskapsrådet, 2002). I mejlförfrågan till respektive respondent framgick tydligt vad studien hade för syfte och vilket upplägg som studien ämnade ha. Dessutom förelåg en tydlig förfrågan ifall de tillfrågade personerna ville medverka i studien eller inte. Ifall personerna sedan tackade ja till mejlförfrågan skickades en intervjuguide ut med ytterligare information om studien. Respondenterna anses därför ha tillräckligt med beslutsunderlag för att kunna ta ett välinformerat beslut om ett studiedeltagande och vad de kan förvänta sig vid en medverkan. Respondenterna anses ha deltagit frivilligt i de semistrukturerade intervjuerna och därmed anses samtyckeskravet vara uppfyllt. Vidare har respondenterna fått bestämma när och var intervjun skulle ta plats. Dock har denna studies forskare givetvis föreslagit veckor under mars månad som de tänkt genomföra intervjuerna vid. Under intervjun har forskarna även fått tillåtelse att spela in intervjuerna, för att därmed underlätta transkriberingen av intervjuerna. Inspelningarna var också frivilliga och respondenterna kunde neka studiens författare att spela in.

Det tredje kravet *konfidentialitetskravet* innebär att information om de medverkande skall hanteras och förvaras på ett konfidentiellt sätt, för att ingen obehörig ska kunna ta del av dem (Vetenskapsrådet, 2002). Information om att en tredje part inte kommer att få tillgång till det inspelade materialet från intervjun framfördes såväl skriftligt som muntligt innan respektive under intervjuerna. Studiens författare tillade även att inspelningarna kommer att raderas efter att uppsatsen blivit godkänd och publicerad på Linköpings universitets

portal. Eftersom en del respondenter ville vara anonyma i studien beslöts det att låta alla respondenter vara anonyma. Med hänsyn till anonymiteten kommer all personlig information att tas bort från studien så att svaren inte går att koppla till ett specifikt företag och till respondenten själv. Allt material förvaras dessutom på ett sådant sätt att ingen utomstående ska kunna avslöja individernas anonymitet. Studiens författare har därmed använt sig av Linköpings universitets riktlinjer i hänseende var bland annat informationen får lagras.

Det sista kravet, *nyttjandekravet*, innebär att alla uppgifter som samlats in om de medverkande personerna endast får användas inom ramen för forskningens syfte (Vetenskapsrådet, 2002). Även detta krav har hållits i åtanke och respondenterna har blivit informerade om kravet både skriftligt och muntligt. Allt det insamlade materialet förfogas över enbart av studiens författare och har enbart kommit att användas i denna studies empiri. Utöver ovan nämnda krav har författarna till denna studie tagit hänsyn till de nya General Data Protection Regulation (GDPR) reglerna vid behandling av intervjuvaren. Studien har med andra ord utförts på ett sådant sätt att den stämmer överens med de fyra huvudkraven som lyfts fram av såväl Vetenskapsrådet (2002) som Bryman och Bell (2013), för att säkerställa att studien skett på ett regelrätt och etiskt rätt sätt, men även i syfte att höja kvalitén på studien.

4 Empiri

I detta kapitel presenteras det empiriska materialet som erhållits genom studiens semistrukturerade intervjuer. Åtta intervjuer har genomförts varav fyra med fondförvaltare på köpsidan och fyra med aktieanalytiker på säljsidan.

4.1 Beskrivning av respondenter

4.1.1 Köpsidan - Fondförvaltare

Respondent A

Respondent A tjänstgör på ett fondbolag som är en mindre aktör på den svenska finansiella marknaden och respondenten har gjort det sedan september 2018. Respondenten arbetar som förvaltare och är ansvarig för en av hedgefonderna på bolaget tillsammans med en arbetskollega. De främsta arbetsuppgifterna respondenten har är att förvalta fonden, men även att träffa kunder. Fondbolaget har ett förvaltad kapital på ungefär tre miljarder svenska kronor.

Respondent B

Respondent B är verksam på ett fondbolag med ett totalt förvaltad kapital på ungefär 75 miljarder svenska kronor och har arbetat där i 10 år. Fondbolaget kan således betraktas som en större nischspelare utan anknytning till en bank. Respondenten jobbar som förvaltare och förvaltar i dagsläget fyra fonder tillsammans med en arbetskollega. De främsta arbetsuppgifterna respondenten har är att välja ut aktier som ska finnas med i fonderna.

Respondent C

Respondent C arbetar på ett fondbolag som är direkt anknuten till en av Sveriges fem storbanker med verksamhet i Norden och Baltikum. Respondenten har jobbat där i 21 år. Utöver rollen som förvaltare är respondenten också chef på fondbolaget med ansvar över de investeringsgrupper som fokuserar på aktieinvesteringar som sitter i Stockholm. Fondbolaget förvaltar ett totalt kapital på ungefär 1000 miljarder svenska kronor och har mer än 150 fonder.

Respondent D

Respondent D är i tjänst på ett fondbolag som är direkt anknuten till en av Sveriges fem storbanker och har jobbat där i åtta år. Utöver rollen som förvaltare är respondenten också chef på fondbolaget över förvaltning, ägarstyrning, handel, allokering och exekvering. Fondbolaget är en av de största kapitalförvaltarna i Sverige med ett kapital på över 1250 miljarder svenska kronor och ett stort fokus på hållbarhet.

4.1.2 Säljsidan - Aktieanalytiker

Respondent E

Respondent E jobbar på analysavdelningen på en bank som inte tillhör de Sveriges fem storbanker och respondenten har gjort det i tre år. Respondenten arbetar som analyschef och aktieanalytiker. De främsta arbetsuppgifterna är att analysera aktier där respondenten främst följer verkstads- och industribolag. Analysavdelningen utfärdar både courtagedrivna analyser och uppdragsanalyser.

Respondent F

Respondent F arbetar på en investmentbank som aktieanalytiker och har innehaft denna tjänst där sedan oktober 2017. De främsta arbetsuppgifterna är att analysera aktier där respondenten främst följer banksektorn. Analysavdelningen utfärdar endast courtagedrivna analyser och inga uppdragsanalyser i Sverige.

Respondent G

Respondent H jobbar på analysavdelningen på en av Sveriges fem storbanker och har gjort det i sju år. Respondenten arbetar både som analyschef och aktieanalytiker och följer främst verkstadsbolag. Analysavdelningen utfärdar både courtagedrivna analyser och uppdragsanalyser.

Respondent H

Respondent H är verksam på analysavdelningen på en av Sveriges fem storbanker med verksamhet i Norden och Baltikum. Respondenten jobbar som aktieanalytiker och har arbetat på banken sedan augusti 2016. De bolag som respondenten följer befinner sig inom finans- och banksektorn. Analysavdelningen utfärdar såväl courtagedrivna analyser som uppdragsanalyser.

4.2 Implementeringen av MiFID II

4.2.1 Implementeringsprocessen - Köpsidan

Respondenterna C och D, som arbetar på två olika fondbolag vilka båda är knutna till varsin bank, tycker att MiFID II är ett brett och komplext regelverk. De menar att regelverket omfattar många aktörer och delar av den finansiella marknaden. Implementeringsprocessen av MiFID II har varit stora projekt i bägge bolagen. Respondent C berättar att implementeringsprocessen i verksamheten genomfördes på följande vis:

Man skötte det i projektform där man tillsatte extraresurser antingen direkt i projektet såsom specialister eller så tog man personal från verksamheten och så fyllde man på med vikarier på deras platser.

Vidare delade fondbolag C även upp implementeringen av MiFID II i mindre projekt såsom köp- och säljsidan av aktieanalyser, kunder och interna processer för att på detta vis kunna möjliggöra införandet av regelverkets alla delar bättre. Implementeringsprocessen innefattade många olika delar av företaget - från regelefterlevnadsansvariga till analytiker och inköpsteam, menade respondent D. Under implementeringsprocessen sorterade de ut och bedömde värdet av varje enskild parts analyser. Också respondent B, som arbetar i ett fondbolag som inte är knutet till en bankkoncern men ändå en stor aktör på marknaden, upplevde implementeringsprocessen av MiFID II som ett stort projekt. Respondent B och de övriga respondenterna på köpsidan nämner att det var implementeringen påbörjades redan innan år 2018 - uppskattningsvis minst ett år i förväg. Respondent A, som är verksam i ett av de mindre fondbolagen jämfört med de andra fondbolagen i denna studie, upplevde att implementeringsprocessen av MiFID II var relativt enkel. Viktigt att poängtera är dock att respondent A själv inte var med under implementeringsprocessen, vilken respondent B inte heller var.

4.2.2 Implementeringsprocessen - Säljsidan

De flesta respondenter på säljsidan var inte själva delaktiga i implementeringen av MiFID II i företaget och har därför enbart vetskap om de övergripande förändringarna, men inte hur anpassningarna till MiFID II ser ut i detaljnivå. Enligt respondenterna G och H har direktivet dock inte medfört drastiska förändringar för säljsidan eftersom de redan hade uppdaterat sitt IT-system och ändrat sitt kundrelationssystem tidigare. Även respondent E tycker att det inte var en så stor förändring och förklarar det som:

Analysimplementationen av MiFID II är mycket enklare i analysverksamheten än andra delar i verksamheten eftersom det för vår del främst handlar om att få avtal på plats.

De flesta respondenterna på säljsidan började med förberedelserna av implementeringsprocessen redan innan 2018. Respondenterna F och G grundar den tidiga förberedelsen på att aktörer på säljsidan ville få avtalen med köpsidan på plats så fort som möjligt. Respondent G förklarade dock att alla deras parter på köpsidan inte omfattades av MiFID II och att de därför behövde erbjuda olika affärsmodeller till sina kunder. Respondenten G nämner också att de går igenom sin kundlista en till två gånger per år för

att säkerställa att enbart de betalande kunderna på köpsidan finns kvar på listan. MiFID II har medfört ökade kostnader för säljsidan. Respondenterna E och G hävdar att direktivet drivit på de ökade IT-kostnaderna i bolagen, medan respondent F påpekar att direktivet medfört ökade administrativa kostnader och mycket extra arbete för verksamheten. Enligt respondent E borde de för implementeringen uppkomna kostnaderna istället ha använts till verksamhets- eller affärsutveckling, där de använda pengarna skulle ha gjort mer nytta. Respondenterna G och H anser att MiFID II kommit att påverka de mindre aktörerna på säljsidan i fler aspekter än de större bolagen, där den endast inneburit en administrativ börda.

4.2.3 Förändringar i verksamheten - Köpsidan

Samtliga respondenter på köpsidan anser att den största förändringen som skett till följd av MiFID II, är kostnadsuppdelningen för analys och exekvering. Förändringen har lett till att samtliga aktörer på köpsidan blivit bättre på att utvärdera och följa upp vad för typ av analys de vill konsumera och vad de är beredda att betala för analysen. Respondent A nämner att de tidigare kunde få analyser av alla analyshus de hade en exekveringsrelation med, men att analyshusen idag enbart ger ut analyser till de aktörer de har en avtalsrelation med. Tidigare betalade fondbolagen genom att betala en courtageavgift när de drev handel till analyshusen. Eftersom fondbolagen nu blir mer medvetna om hur mycket de betalar för analysen, nämner samtliga respondenter på köpsidan hur de valt att ta upp kostnaden för detta. Det finns två olika sätt fondbolagen kan ta upp kostnaden för analys på. Antingen står de för analyskostnaden själva eller lägger de över kostnaden på kunden genom att ta ut en avgift i fonden. De två fondbolagen A och B, som inte är knutna till en bankkoncern, lägger kostnaden på kunden. Respondent B tror att det i slutändan ändå blir samma kostnad för kunden oavsett om fondbolaget betalar kostnaden direkt eller om kunden betalar för den indirekt, eftersom fondens utveckling är uträknad med alla avgifter för analys och handel inkluderade.

Man vill vara en good guy och då har man sagt att fondbolaget betalar hela analyskostnaden. Då har de pressat analyskostnaderna så lågt att de kan göra det, men samtidigt betalar de mer för handeln istället.

Även respondent C som tillhör en bankkoncern nämner att man tar ut avgiften för analys direkt i fonden. Fondbolag D å andra sidan, som också tillhör en bankkoncern, tar upp kostnaden i fondbolagets resultaträkning. De tycker att det är bättre och mer transparent för kunden att göra på det viset. Samtidigt menar de att deras kunder troligtvis inte är medvetna om förändringen som skett, där kostnaden flyttats från kunden till fondbolaget. Att kunderna inte vet vad MiFID II är för något eller vad direktivet inneburit, är samtliga

respondenter på köpsidan eniga om. Eftersom fondbolagen nu blir mer medvetna om hur mycket de själva betalar för analysen har det också lett till att de dragit ner på antalet parter på säljsidan. Respondent B berättar:

Tidigare kanske vi hade 15 olika parter som vi fick analys av. Nu har vi 5 så det är en ganska så stor skillnad.

Respondenterna A och C menar dock att deras verksamhet troligtvis påverkats mindre än många andra aktörers. Respondent A tror att detta beror på att de tillhör köpsidan av analyser och för att de inte bedriver diskretionär förvaltning. Respondent A anser istället att de påverkas indirekt av vad som händer på aktiemarknaden till följd av hur banker och investmentbanker, som de köper analyser av, har påverkats. Respondent C tror i sin tur att andra delar i bankkoncernen påverkats mer än dem eftersom de enbart bedriver kapitalförvaltning. Dock nämner respondenten att den förändringen som skett i verksamheten är att det administrativa arbetet ökat samt att det i sin tur har medfört ökade kostnader.

4.2.4 Förändringar i verksamheten - Säljsidan

Samtliga respondenter på säljsidan påstår att MiFID II påverkat säljsidans affärsmodeller. Respondent H nämner att man med MiFID II vill få bort problemet med att de stora aktörerna med störst budget skulle få bäst tillgång till analysen när betalningen var courtagedriven. Problemet har dock inte blivit löst utan snarare haft en motsatt effekt där mindre aktörer inte kan köpa analyser av dem. Samtidigt menar respondenten att analysverksamheten inte behövt genomgå en stor förändring mer än att de behövt ändra sina affärsmodeller. I samband med MiFID II och uppdelningen av kostnaderna för analys och exekvering nämner respondent H en positiv aspekt med förändringen:

Nu kan du få en konkret uppfattning om hur mycket en analys är värd för en viss kund. Men sen så är det omöjligt att säga om det fortfarande finns någon slags analyskomponent inbakad i courtaget ändå.

Även respondenterna E och F tycker förändringen är positiv. I samband med kostnadstransparensen redogörs nu storleken för analys- och exekveringskostnaden separat. En problematik som kan uppstå är att köpsidan inte vill spendera lika mycket pengar på extern analys nu när alla kostnader inte längre är inbakade i courtaget, menar respondent F. Även respondent E upplever en minskad efterfrågan på analyser från köpsidan. Respondent E berättar:

Vi hade makroanalys tidigare, men flera kunder sa helt plötsligt att de inte kunde ta emot den analysen. Våra kunder hade mycket jobb internt hos sig med att gallra parter. Då låg vi i ett vänteläge och visste inte hur många vi skulle jobba med.

MiFID II har således medfört en del prispförhandlingar mellan köp- och säljsidan vid upprättandet av avtalen, men även förhandlingar av vilka typer av analyser köpsidan vill ha. Analyskostnaderna har i samband med MiFID II nu blivit synligare, medan courtaget för exekvering blivit lägre hos bolag E. Utöver detta nämner respondent F att dokumentationskravet blivit strängare efter implementeringen av MiFID II. Innan implementeringen fokuserade investmentbanken, där respondent F jobbar, på att få till många transaktioner eftersom de tidigare tagit betalt för analystjänsterna när kunderna genomförde transaktioner. I dagsläget läggs större fokus på att skapa värdefulla analyser som automatiskt ska leda till att allt fler transaktioner genomförs genom deras bolag.

4.3 Synen på MiFID II

4.3.1 Positiva och negativa aspekter - Köpsidan

Samtliga respondenter på köpsidan tycker att MiFID II har ett gott syfte eftersom direktivet syftar till att öka transparensen på marknaden. Respondent C nämner:

Man ser redan tecken på att det i många produkter följer med mer information. Man gör det även lättare för kunden att få tag på information och förstå informationen. Steg tas därmed i rätt riktning.

Respondenterna B och D upplever kostnadsuppdelningen av analys och exekvering som en positiv följd av MiFID II. Båda respondenterna anser att de inte längre är låsta till att köpa extern analys från de klassiska analyshusen utan nu har möjligheten att köpa analys av andra aktörer som specialist- eller konsultfirmor. Dessutom nämner respondent B att det blivit enklare att köpa analys av firmor där inte mycket handel bedrivs. Respondenten genomför alla sina affärer själv vilket gör att förändringen – möjligheten att köpa analys av andra aktörer - underlättat och slipper samtidigt köpa en tjänst som fondbolaget inte nyttjar. Viktigt att påpeka, enligt respondenten, är dock att ett annat svar troligen kommer erhållas om en fondförvaltare på en bank hade intervjuats. Det menar respondenten beror på att fondförvaltare på banker har traders som sitter och handlar åt dem. Respondent A påpekar i sin tur att MiFID II bidragit till att många oseriösa aktörer får det svårare att vara

lönsamma, men att direktivet också medfört ett flertal restriktioner för alla aktörer på den finansiella marknaden. Respondent A upplever det som problematiskt att de som stiftar regelverken ofta har en dålig insyn i hur marknaden fungerar. Regelverken kommer därmed oftast att skapa mer pappersarbete och byråkrati, vilket förstör entreprenörsandan, enligt respondenten. En följd har blivit att allt färre fondbolag startas. Även respondent C upplever det som något problematiskt och nämner att stiftarna av regelverk ofta går för långt i regelverkens krav. Vidare upplever respondenten det som negativt att MiFID II implementerats olika i alla de europeiska ländernas lagar. Respondent D tycker å andra sidan att det inte finns några negativa följder av MiFID II på marknaden än.

4.3.2 Positiva och negativa aspekter - Säljsidan

Samtliga respondenter på säljsidan anser att det är positivt att MiFID II syftar till att stärka konsumentskyddet och förbättra kostnadstransparensen. Respondenterna F och H uppfattade att MiFID II även ville ge alla aktörer på köpsidan, som tar hjälp av extern analys i sitt arbete, samma möjlighet till att köpa analysen. Respondent E tycker i sin tur att det är positivt att acceptansen för uppdragsanalyser ökar, vilket gynnat bolaget väsentligt. När det kommer till negativa aspekter menar respondent G att:

Det blir en prisdumpning från stora internationella aktörer, så konsekvensen har väl snarare blivit att färre analytiker är verksamma och att färre bolag analyseras.

Även respondenterna F och H tycker att det är negativt att färre aktörer är verksamma på den finansiella marknaden. Respondent F påpekar att köpsidans betalningsvilja sjunkit och att de nu väljer att lägga mindre kapital på att köpa in extern analys, vilket påverkat säljsidans omsättning negativt. Respondent H nämner även att säljsidan behövt skära ner i antalet parter; från tio till tre eller fyra stycken parter eftersom betalningsviljan på köpsidan varit olika. Färre aktörer verksamma på den finansiella marknaden har inte enbart påverkat intäkterna utan även vem man får kommunicera med. Respondent H berättar:

En mindre kund, som inte genererar så mycket intäkter för oss, kan vara nyttig att snacka med för att få en massa bra idéer till sin analys.

Respondenterna E och G anser att MiFID II medfört en prispress på externa analyser, höga kostnader, en avtagande bolagsbevakning samt en minskad transparens. Prispressen har medfört att större aktörer på säljsidan valt att minska bolagsbevakningen på små och medelstora bolag, vilket minskat mängden tillgänglig information på marknaden och

hämmtat transparensen. Respondent H upplever även att tillgängligheten av analys minskat och förklarar att säljsidan tidigare fått distribuera sin analys gratis till aktörerna på den finansiella marknaden, vilket de inte får längre. Respondent F anser som helhet att stiftare av regelverk oftast försöker överreglera den finansiella marknaden. Dessutom tror respondenten att konsumenter inte har en stor inblick i vad MiFID II är för något och menar att de oftast brukar vara mer intresserade av att få veta hur förvaltningen gått, hur stort innehav de har av en aktie och vilken typ av inriktning fonden har.

4.3.3 Kort och lång sikt - Köpsidan

På kort sikt anser respondenterna på köpsidan att ett flertal konsekvenser inte ännu går att se eftersom direktivet endast funnits implementerad i svensk lag i ett år. Respondent D nämner bland annat att många aktörer fortfarande ser över sina intäktsmodeller och sin kapacitet. Respondenten menar att det troligtvis kommer ske mer förändringar under det kommande året och året därefter. Samtliga respondenter på köpsidan spekulerar att på sikt färre aktieanalyser kommer produceras på den svenska finansiella marknaden. Respondent B berättar:

Vi har halverat våra kostnader för extern analys efter MiFID II. Så jag tror att det kommer bli mindre extern analys, men jag tror detta öppnar möjligheten för oss som är aktiva att göra mycket analys själva istället.

Respondent D anser att det troligtvis beror på att säljsidan får ett större kostnadsfokus med minskade intäkter och att de därmed kommer få det svårare att kunna allokera både personal och teknik för att göra analyser. Respondenten anser vidare att det kommer leda till sämre externa analyser, vilket i sin tur leder till att köpsidan gör sämre bedömningar och därmed erbjuder sämre produkter till sina kunder. Respondent C berättar att en ökad transparens även kommer leda till en ökad konkurrens, där betalningsviljan för analys går ner ifall analyserna måste betalas ur köpsidans egna resultat.

På sikt spekulerar respondent A att det borde finnas tvingande regler kring huruvida fondbolagen måste ta upp kostnaderna själva eller lägga de på kunden, för att marknaden ska verka mer rättvis. Respondent B är i motsatt mening och anser en sådan harmonisering svår. Istället anser respondenten att varje fondbolag självt ska bestämma hur de väljer att göra. Vidare menar respondenten att MiFID II på sikt skulle kunna bidra till att aktiemarknaden blir mer volatil på grund av att färre analytiker bevakar bolag. Om nämnda sker, kommer det bli svårare att kunna tolka huruvida ett bolags års- och kvartalsrapporter är bra eller dåliga. Respondenten exemplifierar att ett vanligt förekommande uttalande är

att ett bolag slog marknads förväntningar. Med marknads förväntningar menas aktieanalytikernas gemensamma prognoser. Om det inte längre finns lika många analytiker som gör prognoser blir marknaden därmed mer volatil. Respondent D nämner att verksamheter i USA inte påverkas av MiFID II och menar därför att:

Verksamheter i USA får därmed en hedge i sitt analysintag kontra Europa och detta skulle då kunna innebära att de kan förvalta sina fonder bättre och ha möjlighet att kunna göra fler analyser.

4.3.4 Kort och lång sikt - Säljsidan

Samtliga respondenter på säljsidan spekulerar att det inom snar framtid kommer ske en ytterligare nerskärning av antal verksamheter som utfärdar analyser. Enligt respondent F kommer det också bli färre verkamma analytiker, vilket kommer ha en negativ effekt på bolagsbevakningen. Det beror på att informationsflödet försämras som i sin tur påverkar informationsasymmetrin negativt, menar respondenten. Respondent G tror att MiFID II kan leda till en försämring av bolagsbevakningen av små bolag. Respondenterna E och G spekulerar vidare att det kommer ske en fortsatt trend mot storskalighet; med andra ord kommer det bli svårare för fler aktörer att bedriva lönsamma verksamheter. Respondent G anser dock att små aktörer på säljsidan kan fortsätta vara lönsamma om de kommer med bra idéer och har en bra affärsplan.

På längre sikt tror respondent F att köpsidan kommer behöva skära ner på sina kostnader. Ur ett teoretiskt perspektiv påverkas marknaden negativt av en nerskärning eftersom den blir mindre effektiv. Respondent E tror i sin tur att antalet företagsträffar kommer avta i framtiden. I dagsläget inträffar företagsträffar flera gånger per år i samband med att de skriftliga analyserna ges ut. Resterande respondenter hade ingen åsikt om vad som skulle kunna ske på längre sikt.

4.3.5 Vinnare och förlorare - Köpsidan

Fondbolagen C och D, som bägge tillhör varsin bankkoncern, spekulerar att vinnarna av MiFID II:s följer antingen blir stora eller nischade aktörer på köp- och säljsidan. På säljsidan handlar det om att kunna täcka många bolag eller specialisera sig på specifika sektorer för att därmed kunna fortsätta att verka på marknaden. På köpsidan handlar det om att hitta unika och nischade erbjudanden till kunderna. Respondent A tror även att stora aktörer har en fördel. I sin tur anser tidigare nämnda respondenterna att aktörer i mellansegmentet, som varken är stora eller nischade, anses vara förlorare av direktivet. Respondent C tillägger att små aktörer som inte klarar av marginalerna och därmed inte

klaras av att vara lönsamma kommer påverkas negativt av MiFID II. Respondenten nämner att regelverk såsom MiFID II är dyra att genomföra och hålla igång. För att kunna klara sig på marknaden har många svaga aktörer slagits ihop med andra aktörer, påpekar respondent A. Det har också lett till att de svaga aktörerna har tvingats sänka lönerna för sina anställda. Respondent B nämner att säljsidan anses bli förlorare av MiFID II eftersom deras intäkter minskar. Respondenten kan dock inte uttala sig om vilka som kommer kunna dra nytta av direktivet. Samtliga respondenter på köpsidan hoppas dock att konsumenterna kommer bli vinnare eftersom MiFID II syftar till att öka konsumentskyddet. Samtidigt menar samtliga respondenter på köpsidan att det är svårt att kunna avgöra ifall kunderna kan dra nytta av direktivet i hänseende till bättre transparens eller lägre kostnader. Ett flertal konsumenter vet inte heller vad MiFID II är för något. Respondent B nämner bland annat:

Ingen kund har frågat om vad som händer. Jag tror inte folk är särskilt intresserade. Ni vet, folk är ju inte ens intresserade av sin egen pension. Hur kan de då vara intresserade av MiFID II?

4.3.6 Vinnare och förlorare - Säljsidan

Majoriteten av respondenterna på säljsidan anser att de stora aktörerna på köp- och säljsidan kommer kunna dra nytta av MiFID II eftersom de större aktörerna har skalfördelar. Respondent E tror i sin tur även att aktörerna verksamma i mellansegmentet och de nischade aktörer kan anses vara vinnare. Respondent E anser dock att stiftare av regelverk oftast inte tar hänsyn till kostnader såsom IT- och juristkostnader som kan uppstå i samband med implementeringar. Respondenten resonerar:

Som så ofta med sådana här regelverk så gynnar det ett fåtal större spelare som kan lägga resurser på och hantera alla de här regelverken.

Samtliga respondenter anser därmed att direktivet kommer ha en negativ inverkan på de mindre aktörerna på köp- och säljsidan. Bland annat anser respondent F att MiFID II kommer påverka dem mer eftersom de hör till de mindre verksamma aktörerna på marknaden. Respondent G tror i sin tur att de mindre aktörerna på säljsidan kommer få svårt att ta betalt för sina analyser fastän deras analyser kan innehålla bra idéer. Därmed försvinner de mindre aktörerna från marknaden på grund av för låg intjäning. Tidigare kunde mindre aktörer skicka ut idéer till de större och ta betalt för de enskilda idéerna. I samband med avtalskravet mellan köp- och säljsidan sker det inte längre. Respondent H

tror dock att mindre aktörer kvarstår på marknaden om de erbjuder en sex månaders gratis provtjänst och därmed uppvisar att deras analyser är värda att betala för.

4.4 MiFID II:s påverkan på aktieanalyser

4.4.1 Bolagsbevakning - Köpsidan

Respondenterna A och B upplever att bolagsbevakningen av små och medelstora bolag har minskat. Samtidigt tycker respondenterna att det inte måste ses som något negativt eftersom det lämnar spelplanen öppen för dem själva att göra egen analys och lämna ett avtryck på den finansiella marknaden. Respondent A anser att det även är enklare att tjäna pengar på ett bolag med en duktig analytiker och ett tiotal människor som följer bolaget än ett bolag som har 40 analytiker och 1000 personer som följer bolaget. Respondent B tycker också att det är positivt med en minskad bolagsbevakning eftersom de då kan göra egna interna analyser. Huruvida bolagsbevakningen ökat eller minskat tror respondenten beror på storleken på bolaget. Ingen minskad bolagsbevakning upplevs kopplat till verkstad- och bankbolagen, medan små och medelstora bolag tappat bolagsbevakning. Anledningen till en minskad bolagsbevakning av små och medelstora bolag skulle kunna vara att många duktiga analytiker lämnat marknaden och istället arbetar med något annat på grund av att analytiker efter MiFID II erhåller lägre löner, menar respondent B. Vidare har många aktörer på säljsidan svårt att få intäkterna att täcka kostnaderna. Dessa två faktorer gör att många aktörer på säljsidan anställer unga analytiker som inte har mycket erfarenhet. Respondenten menar att det är en personberoende bransch där inte vem som helst kan skriva en bra aktieanalys.

Som en konsekvens av den minskade bolagsbevakningen upplever respondenterna A och B att bankerna börjat erbjuda allt fler uppdragsanalyser. De menar att små och medelstora bolag inte är tillräckligt lönsamma för säljsidan att följa längre. Respondent A skulle dock aldrig kunna tänka sig läsa en uppdragsanalys. Respondenten berättar:

Jag vet inte riktigt vad poängen är med det. Det går emot allt som jag tror på. Om analyserna var bias från början så är det definitivt bias nu. Jag vet faktiskt inte varför jag skulle vilja läsa en sådan analys överhuvudtaget.

Respondent B håller med om att det är en negativ följd av MiFID II eftersom analytikerna inte vågar ställa sig lika kritiska i sin analys när de får betalt för att skriva den. Respondenten menar därmed att köpsidan måste vara mer kritiska vid läsandet av uppdragsanalyser. Samtidigt menar respondenten att dessa typer av analyser även kan vara

positiva eftersom det öppnar upp möjligheten att hitta nya företag som potentiella investeringar som annars inte hade kunnat hittas. Respondenterna C och D tycker inte man sett stora förändringar av bolagsbevakningen än, men tror att det kommer ske inom snar framtid. Respondent C håller också med tidigare respondenterna A och B om att det dock inte måste vara negativt att bolagsbevakningen minskar eftersom de också gör egna analyser.

4.4.2 Bolagsbevakning – Säljsidan

Enbart två av de fyra respondenterna på säljsidan anser att MiFID II kommit att påverka bolagsbevakningen av små och medelstora bolag. Respondent E i sin tur är osäker huruvida direktivet kommit att påverka bolagsbevakningen, men anser dock att bolagsbevakningen kan ha påverkats av prispressen. Respondenten återger sin ståndpunkt:

Från min individuella synvinkel, ingen särskild påverkan. Men jag vet inte. Vi gör ju en satsning på små och medelstora bolag, men det är för att vi ska ha en hedge och få folk att betala för vår analys.

Detta är något även respondenterna F och G gör för att skapa sig en konkurrensfördel på marknaden. Respondent H anser dock att lönsamheten och efterfrågan spelar en stor roll huruvida en bolagsbevakning görs på ett bolag eller inte. Om köpsidan efterfrågar bolagsbevakning på små och medelstora bolag kommer analyser på de bolagen inte att försvinna. En följd av ett sämre utbud av externa analyser är att konsensus blir sämre. Det beror på att fler analyshus ifrågasätter varför man ska ge bort sina analyser gratis när det finns aktörer på köpsidan som är beredda att betala för den; därmed ger de inte längre bort analyserna till konsensusbolag. Respondent G resonerar att de väljer att prioritera de parter som betalar för analysen. Respondenterna F och H anser att en försämrad konsensus leder till en minskad transparens på marknaden.

Samtliga respondenter på säljsidan tror även att uppdragsanalys kommer bli allt vanligare att konsumera i framtiden eftersom uppdragsanalyser gör det möjligt för fler företag att få bolagsbevakning. Därmed kommer tillgängligheten av information på marknaden öka, menar respondent E. Respondent H påpekar dock att uppdragsanalyser enbart kommer utföras om säljsidan tjänar tillräckligt mycket på dem. Respondenterna E och G anser vidare att uppdragsanalys är ett bra komplement till deras ordinarie sortiment. Respondent G anser det vara viktigt att uppdragsanalysen har samma kvalitet som en courtagedriven analys. Respondenten nämner:

Det är viktigt att namnge analytikern i analysen. Om en analytiker ska vara trovärdig och kunna överleva i industrin så måste man ju fortsätta göra ett väldigt bra jobb. Så att man vill ju inte att uppdragsanalysen ska ses som en sämre kvalitet.

Respondenten spekulerar dock att köpsidan kommer ställa sig mer kritiska gentemot denna typ av analys. Uppdragsanalyser får dock inte ha med rekommendationer och en riktkurs, vilket enligt respondenterna F och G upprätthåller trovärdigheten. Respondenten tror även att uppdragsanalyser kommer driva bort oseriösa aktörer från marknaden. Respondenten menar att det tidigare funnits aktörer på marknaden som tar vanliga analyser, tar bort rekommendationen och benämner dem som uppdragsanalyser i hopp om att få betalt. Det minskar kvalitén på analyserna. Respondent F ställer sig kritisk gentemot uppdragsanalyser och berättar:

Det är svårt att få betalt för att täcka ett bolag och ha en negativ syn på bolaget då bolaget i framtiden inte vill betala dig längre om du ger en alltför negativ analys på bolaget.

4.4.3 Efterfrågan - Köpsidan

Alla respondenter på köpsidan förutom respondent A har både svenska och utländska parter. Företag A hoppas på sikt kunna ta in utländska parter, men har i dagsläget inte ekonomiska resurser som tillåter detta. Respondenten tycker dock att det är positivt att möjligheten nu finns att upprätta en budget för analys eftersom det tydliggör kostnaden som företaget lägger på att köpa in analyser. Därmed blir det enklare att veta var allokeringen av kostnaderna bör ske. Respondent A nämner:

Varje halvår så gör vi en utvärdering och förändringar. Förra halvåret så tog vi in en ny part och slängde ut en annan.

På sikt hoppas respondent A även kunna köpa analys från oberoende aktörer såsom konsultbolag. Respondenten menar att bankernas analyser inte är oberoende. Samtliga respondenter på köpsidan har antingen minskat kapitalet för inköpen av extern analys eller dragit ner på antalet parter. Respondent D nämner att det dock är skillnad på regelbundna leverantörer, som de regelbundet får analys från och specifika leverantörer inom specifika områden, som de enbart tar emot analys ifrån under en kortare period. Därmed anser respondent D att det snarare är antalet regelbundna leverantörer som minskat och inte det

totala antalet leverantörer. Respondent C nämner att de minskat kapitalet för externa analyser, men att MiFID II inte är en enskild anledning till detta.

Respondent B anser därmed att det är bättre att vara en bra kund hos fem parter än att vara en halvbra kund hos ett flertal parter. Respondent B anser att de erhåller en bättre analystjänst med ett fåtal parter; en till två parter per sektor. Även respondent A anser att det inte finns något värde i att ha för många parter. Respondenten exemplifierar att företaget denne arbetade vid tidigare hade 18 parter, medan företaget denne jobbar vid nu enbart har sex stycken parter. Respondent A anser inte att de extra 12 parterna på respondentens gamla arbetsplats bidrog med något extra värde. Istället är det viktigt att bilda sig en egen uppfattning och gå ut och prata med bolagen, anser respondenten. Fondförvaltare bör därmed inte förlita sig alltför mycket på vad som står i de externa analyserna. Samtidigt anser respondenten att de externa analyserna har ett visst utbildande syfte och är bra eftersom de skapar en bild på vad priset för aktien på marknaden är. Samtliga respondenter på köpsidan tar inte del av allt analysmaterial som tas emot per e-mejl, utan de tar enbart del av analyserna som har en ny infallsvinkel på bolaget.

4.4.4 Efterfrågan - Säljsidan

Respondent F menar att eftersom kunderna från och med början av 2018 var tvungna att visa vad de betalar för de externa analyserna, drog många på köpsidan ned på antalet parter. Det har gjort att bolag F tappat en del kunder. Samtidigt tror respondenten att de har klarat sig relativt bra jämfört med andra aktörer på marknaden. Även respondent H nämner att de tappat en del kunder som en följd av MiFID II. Vidare nämner respondenten att bolaget har en prioriteringslista med kunder som driver in mest courtage och intäkter till bolaget. Bolaget har inte tappat någon av kunderna på prioriteringslistan, utan bara tappat de mindre kunderna som inte är villiga att betala lika mycket för den externa analysen. Respondent H tror att de haft råd att tappa små kunder eftersom de är en storbank och en större aktör på den finansiella marknaden. Respondenterna E och G å andra sidan nämner att de inte tappat några kunder i Sverige. Respondent G påpekar dock att bolaget tappat en del kunder internationellt, medan respondent E menar att det snarare är handeln med befintliga kunder som minskat. Respondent E nämner också att det skett en förskjutning i efterfrågan, där köpsidan efterfrågar fler uppdragsanalyser eller detaljrika analyser med framtida prognoser jämfört med courtagedrivna analyser. Respondent G tror efterfrågan snarare ökat på vissa bolag:

*Men efterfrågan har ju kanske ökat på bolag som ingen annan följer.
Och det är det vi försöker satsa på.*

Respondent H spekulerar i att köpsidan nu börjat göra fler interna analyser och att efterfrågan på säljsidans analyser därmed sjunkit. För köpsidan vore det dock inte kostnadseffektivt att enbart göra interna analyser, menar respondenten. Därmed tror respondenten att det alltid kommer att finnas en efterfråga på säljsidans externa analyser.

4.4.5 Kvalité - Köpsidan

De två fondbolagen utan koppling till en bankkoncern tycker att kvalitén på aktieanalyserna har blivit sämre. Respondent A exemplifierar att en del duktiga och trovärdiga analytiker slutat från en part de tidigare hade avtal med. Parten anställde många nya oerfarna analytiker, vilket respondenten uppfattar som problematiskt eftersom det minskar kvalitén på analyserna. Respondenten förklarar att det gjorde att bolaget därmed bytte ut den parten mot en annan. Respondent B anser det också vara problematiskt att ha alltför många oerfarna analytiker eftersom kvalitén på de externa analyserna då sjunker. Respondenten förklarar att lönsamheten på säljsidan har försämrats, som gjort att ersättningen för en analytikers arbete inte längre är lika hög som innan implementeringen av direktivet. Respondenten menar även att den sämre kvalitén skulle kunna bero på en minskad bolagsbevakning. Respondent D anser att kvalitén påverkats till viss del och valde att formulera det som:

*Genomsnittet av kvalitén på analyserna har nog försämrats något.
Däremot kan du fortfarande hitta väldigt bra analyser per bolag.*

Respondent C anser inte att kvalitén på de externa analyserna har förändrats något efter implementeringen av MiFID II. Respondenten menar att det snarare handlar om huruvida företaget har analyser eller inte. Kvalitén går därmed inte att gradera på en skala.

4.4.6 Kvalité - Säljsidan

Hälften av respondenterna på säljsidan uppfattar att köpsidan inte upplever att kvalitén förändrats på de externa analyserna. Respondent E argumenterar för att den enda förändringen som skett för köpsidan är att de betalar på ett annat sätt än tidigare eftersom betalningen inte längre sker via courtaget. Respondent G upplever att MiFID II enbart har kommit att påverka kvantiteten av de externa analyserna på marknaden och inte kvalitén. Respondenten berättar:

Det kanske blir mer att det blir fler bolag per analytiker i och med att betalningen från kunderna gått ner. Men annars tror jag inte att kvalitén har minskat.

Respondenterna E och H anser i sin tur att kvalitén i branschen sjunkit på grund av att resurser urholkats från marknaden. Flera analysverksamheter har nu valt att bli mer selektiva i sina handlingar eftersom intäkterna måste överstiga kostnaderna i bolaget. Respondent F anser som helhet att kvalitén på de externa analyserna har sjunkit eftersom färre analytiker är verksamma på den finansiella marknaden och tillhandahåller information. Ur en teoretisk synpunkt tycker respondenten dock att kvalitén borde ha ökat eftersom konkurrensen om kunderna på marknaden ökat. För att kunden ska vara beredd att betala för analysen borde kvalitén därmed ha ökat.

4.4.7 Pris - Köpsidan

Samtliga respondenter på köpsidan anser att det råder en prispress på marknaden där priset på aktieanalyserna har gått ner till följd av MiFID II. Dock poängterar respondent A att det är svårt att veta vad analysen tidigare kostat eftersom kostnaden innan MiFID II var bunden till courtaget. Samtidigt upplever respondenten dock att priset för den externa analysen minskat. Anledningen till att priset sjunkit beror enligt respondent C på en ökad transparens, som lett till en ökad konkurrens. Efter MiFID II har priserna blivit mer jämförbara mellan de olika aktörerna på den finansiella marknaden, vilket underlättar för kunden när denne vill göra ett investeringsval. Respondent B tycker det är positivt med ett lägre pris utifrån kundens perspektiv eftersom de betalar ett lägre pris för samma tjänst, men påpekar även:

Man kan ju pressa priserna till en viss gräns, men sen kommer det att belasta kvalitén. Hur mycket är man villig att pressa priserna - det är en fråga som alla fondbolag måste ställa sig.

4.4.8 Pris - Säljsidan

Samtliga respondenter på säljsidan anser att det föreligger en prispress på den finansiella marknaden och att priset på den externa analysen gått ner. Huruvida detta är en följd av MiFID II eller inte är respondenterna oeniga om. Respondenterna F och H nämner att man tidigare inte prissatt analysen eftersom den varit bunden till exekveringen. Respondent H tror att det var enklare för en större aktör på den finansiella marknaden att lägga till extra avgifter för en analys innan MiFID II, och berättar hur betalningen görs idag:

Nu betalar man direkt via research checker. Problemet är ju någonstans att vi inte kommer sälja vår analys till någon som inte kan betala tillräckligt mycket för den.

Respondenterna E och G upplever att det föreligger en prispress på den finansiella marknaden under ett flertal år och att MiFID II enbart pådrivit denna prispress. Respondent H anser emellertid att köpsidan har ett incitament att hålla priserna låga, men menar samtidigt att köpsidan blivit tvungna att skära ner på antalet parter. Oftast väljer köpsidan att behålla de topprankade analyshusen; de på plats ett till fyra.

5 Analys

I detta kapitel analyseras den insamlade empirin tillsammans med den teoretiska referensramen. Vidare är analysen uppdelad i underrubrikerna: implementeringen av direktivet, synen på MiFID II samt MiFID II:s påverkningar på analyser. Detta kommer vidare ligga till grund för resultatet som presenteras i slutsatsen.

5.1 Implementeringen av MiFID II

Enligt teorin implementerades MiFID II för att öka transparensen, förbättra investerarskyddet samt öka förtroendet på den finansiella marknaden (Finansinspektionen, 2018a). Eftersträvan mot en ökad transparens menar både SOU (2015:2) och Vishwanath och Kaufmann (2001) nämner att det i samband med regelverk kan uppstå kostnader, vilket ett flertal respondenter menar har kommit att ske i samband med implementeringen av MiFID II. SOU (2015:2) nämner att kostnaderna för administrativt, tekniskt och juridiskt arbete ökar. Köpsidan nämner inte ordagrant om kostnaderna ökat eller minskat. Däremot menar båda fondbolagen C och D, som bägge är knutna till varsin bankkoncern, samt respondent B, som också är en stor aktör på köpsidan, att implementeringsprocessen varit stora projekt i verksamheten. Respondent C berättar att implementeringsprocessen i verksamheten genomfördes på följande vis:

Man skötte det i projektform där man tillsatte extraresurser antingen direkt i projektet såsom specialister eller så tog man personal från verksamheten och så fyllde man på med vikarier på deras platser.

Därmed kan indirekt slutsatsen dras att det medfört ökade kostnader, eftersom köpsidan varit tvungna att tillsätta extra resurser i verksamheten som annars inte hade behövts. På säljsidan tycker samtliga respondenter att kostnaderna ökat för företaget i samband med implementeringen av MiFID II; antingen genom ökade administrativa kostnader eller IT-kostnader. En förändring som skett genom implementeringen av MiFID II är att fondförvaltare inte får ta emot eller behålla ersättning från tredje part för att kunna anses vara oberoende (SOU 2015:2). Förändringen menar SOU (2015:2) kommer påverka små fondbolag mer än stora väletablerade fondbolag knutna till en bankkoncern. Dock upplever respondent A, som är en mindre aktör på köpsidan, att implementeringsprocessen varit relativ enkel i verksamheten. Det betyder att empirin motsäger teorin om att små aktörer skulle påverkas mer av MiFID II. Enligt Coglianese och Carrigan (2015) är det viktigt att regelverk inte medför orättvisor såsom fördelar för större aktörer med mer kapital tillgodo. Respondent H på säljsidan nämner att man genom MiFID II försökt få bort problematiken att stora aktörer med stora budgetar också är de som har bäst tillgång till analysen,

eftersom de enklare kan betala courtagekostnaderna. Samtidigt nämner respondenten att MiFID II snarare visat sig gett motsatt effekt eftersom den försvårat för mindre aktörer att kunna köpa analys av dem. Det borde således innebära att implementeringen av MiFID II inte stämmer överens med Coglianese och Carrigans (2015) teori, eftersom följderna av direktivet inte blivit som önskat.

En följd av provisionsreglerna är att kostnaden för analys och exekvering är separerade (PwC, 2016). Samtliga respondenter på såväl köp- som säljsidan av aktieanalyser nämner att uppdelningen av kostnaden för analys och exekvering är den största förändringen som skett i verksamheten som en följd av implementeringen av MiFID II. Efter implementeringen av MiFID II måste köpsidan nu bestämma sig för om de ska ta upp kostnaderna för analyserna i bolaget eller lägga över kostnaderna till slutkunderna genom att ta ut en avgift i fonden (PwC, 2016). De två fondbolagen A och B, som inte är knutna till en bankkoncern, lägger över analyskostnaden på kunden, vilket även respondent C gör, som dock tillhör en bankkoncern. Ett argument av en aktör på köpsidan, respondent B, till varför man valt att ta ut kostnaden på kunden är för att kostnaden i alla fall blir densamma i slutändan eftersom fondens utveckling räknas ut inklusive alla avgifter för analys och exekvering. Fondbolag D, som tillhör en bankkoncern, är den enda som valt att ta upp kostnaden för analys i fondbolagets resultat. Anledningen är enligt respondenten att det på så vis är mer transparent för kunden. Enligt Preece (2019) skulle MiFID II kunna lösa problemet med att kunderna tidigare ofta fick betala högre kostnader och där handelsfrekvensen vanligtvis var högre än nödvändigt. Det berodde på att säljsidan ofta gav ut aktieanalyser till köpsidan i utbyte mot att köpsidan drev handel till dem. Utifrån vad respondenterna nämnde tidigare borde det således innebära att respondent D är den enda som delar samma syn som Preece (2019), medan resterande respondenters syn innebär att de inte tror att MiFID II löser problemet.

En annan följd av provisionsreglerna är att säljsidan har behövt ändra sina affärsmodeller och sätta ett pris på och ta betalt för sina analyser (PwC, 2016; SOU, 2015:2). Något samtliga respondenter på säljsidan bekräftar att så har skett. SOU (2015:2) menar vidare att en del tjänster som tidigare varit tillgängliga kan komma att tas bort från marknadens utbud eller inte längre nyttjas av vissa investerargrupper, eftersom tjänsterna skulle kunna anses vara för dyra. Eftersom köpsidan med MiFID II blir mer medvetna vad de betalar för analysen till sina olika parter, menar respondent B att man dragit ned på antalet parter.

Tidigare kanske vi hade 15 olika parter som vi fick analys av. Nu har vi 5 så det är en ganska så stor skillnad.

Samtliga respondenter på köpsidan menar att en anledning till minskningen av antalet parter beror på att köpsidan blivit bättre på att utvärdera vad för typ av analys de vill konsumera samt vad de är beredda att betala för analysen. Det skulle därmed kunna innebära att anledningen till varför köpsidan tagit bort en part är för att de inte är beredda att betala för den eller anser att den är för dyr. Detta orsakssammanhang är överensstämmande med konklusionen SOU (2015:2) gjort. En annan anledning kan också vara att köpsidan tagit bort en part för att analysen inte fyller något värde och att de därmed inte vill ha kvar den. Ett minskat inköp av analyser från flera parter stämmer dock överens med det Euro IRP (2016) nämner om att köpsidan med MiFID II kommer göra löpande bedömningar av kvalitén och värdet av aktieanalyserna. Respondent F på säljsidan nämner att fokus tidigare låg i att få till så många transaktioner som möjligt, men att det idag efter MiFID II är allt viktigare att lägga fokus på att göra för köparen värdefulla analyser för att köpsidan ska vilja ha kvar de som part. På så sätt drivs transaktioner automatiskt till bolaget.

En annan följd av provisionsreglerna är den avtalsrelation som uppstått där aktörer endast får ta emot respektive ge ut aktieanalyser till de parter de har avtal med. Detta sakförhållande nämner Greve (2014) och Eisenhardt (1989) i samband med en principal-agentrelation. Relationen mellan köp- och säljsidan liknar en principal-agentrelation med hänseende till att fondförvaltare delegerar uppgiften och betalar aktieanalytikerna att göra aktieanalyser för dem. Principal-agentrelationen kan även förklaras med att marknadseffektiviteten på den finansiella marknaden ofta anses ha en semistark form (Chen, Goldstein, & Jiang, 2007) och att aktieanalytikernas analyser därmed har ett informationsvärde. Sistnämnda kommer diskuteras vidare under avsnittet om *MiFID II:s påverkan på aktieanalyser*. Aktieanalytikerna är ofta även specialiserade på en viss sektor och därmed expert inom ett område, vilket innebär att de ofta har ett informationsövertag gentemot fondförvaltare (Braun & Guston, 2003). I och med avtalen som måste upprättas kommer dock inte alla aktörer på köpsidan längre kunna ta del av samma information. Detta kan bidra till att en informationsasymmetri uppstår. Informationsasymmetrin leder till att den effektiva marknadshypotesens informationstillgänglighetskrav inte uppfylls (Fama, 1970) samt att en adverse selection uppstår (Akerlof, 1970; Braun & Guston, 2003). Denna företeelse kommer diskuteras vidare under avsnittet om *MiFID II:s påverkan på aktieanalyser*.

5.2 Synen på MiFID II

Enligt teorin är syftet med regelverk dels att öka effektiviteten på marknaden, menar Armour m.fl. (2006), men även att skydda investerare på den finansiella marknaden (Stout, 2002). Finansinspektionen (2018a) nämner att ett syfte med det nya MiFID II är att skydda investerarna och öka transparensen på marknaden. Samtliga respondenter på både köp-

och säljsidan av aktieanalyser tycker att MiFID II har ett gott syfte för att stärka kundskyddet och öka transparensen. Vishwanath och Kaufmann (2001) definierar *bristande transparens* bland annat som att informationen inte är tillgänglig. Tolkas definitionen motsatsvis innebär transparens att informationen därmed är tillgänglig. Respondent C på köpsidan nämner:

Man ser redan tecken på att det i många produkter följer med mer information. Man gör det även lättare för kunden att få tag på information och förstå informationen. Steg tas därmed i rätt riktning.

Att mer information är tillgängligt borde därmed innebära att MiFID II bidragit till att ett steg tas i rätt riktning för att öka transparensen och därmed skydda investerare, vilket är en del av syftet med direktivet. Samtidigt menar flera respondenter att det finns andra faktorer som gjort att regelverket ändå fått motsatt effekt och medfört att transparensen minskat istället. Respondenterna G, F och H på säljsidan nämner att det är färre analytiker verksamma på den finansiella marknaden som analyserar börsbolag. Därmed har bolagsbevakningen blivit sämre för en del bolag. Vidare anser respondent F att köpsidan lägger mindre kapital på analyser som därmed påverkat säljsidans omsättning negativt. Samtidigt nämner respondenterna E och G på säljsidan också att en prispress råder på analyserna där priserna på analyserna sjunkit. Alla faktorer sammantagna leder till att mängden tillgänglig information på marknaden har minskat och kommer minska, vilket troligen hämmar transparensen enligt respondenterna.

Enligt Stout (2002) har aktörerna på den finansiella marknaden ett högt förtroende för regelverk som har som syfte att skydda investerare, vilket MiFID II har. Samtidigt nämner respondent A på köpsidan att det är problematiskt att de som stiftar lagar som MiFID II ofta har dålig insyn i hur marknaden fungerar. Respondent F på säljsidan nämner att stiftare av regelverk ofta försöker överreglera den finansiella marknaden. Utifrån respondenternas svar, stämmer därmed inte Stouts (2002) teori. Aktörerna har inte alls ett högt förtroende för MiFID II även fast den syftar till att skydda investerare. Samtidigt menar SOU (2015:2) att MiFID II skulle kunna leda till att nya affärsmöjligheter uppstår på marknaden. Respondenterna på både köp- och säljsidan av aktieanalyser nämner olika affärsmöjligheter som uppstått på marknaden till följd av direktivet. På köpsidan nämner respondenterna B och D att MiFID II öppnat upp möjligheten för dem att köpa analyser av andra aktörer än traditionella analyshus. Nu kan de köpa analyser från andra aktörer såsom specialist- eller konsultfirmor som de inte bedriver mycket handel med. På säljsidan nämner respondent E att det blivit vanligare med uppdragsanalyser, där bolag som blir

analyserade, själva betalar för analysen. Uppdragsanalyser kommer analyseras och diskuteras djupare under avsnittet om *MiFID II:s påverkan på aktieanalyser*.

Lannoo (2018) menar att portföljförvaltningen, de erbjudna produkterna till investerarna samt marknadsbeteendet förväntas förändras i samband med MiFID II. På kort sikt tycker respondenterna på köp- och säljsidan av aktieanalys att man inte helt tydligt kunnat utläsa alla konsekvenser än. Eftersom regelverket endast funnits implementerad i ett år, nämner respondent D att många aktörer fortfarande ser över sina affärsmodeller och sin kapacitet. Respondenterna på köp- och säljsidan tror att det kommer ske fler förändringar under det kommande året eller efterföljande året. På sikt spekulerar både köp- och säljsidan att analyshuset kommer få fortsatta problem med ytterligare minskade intäkter till följd av att köpsidan inte köper analyser av lika många parter längre. Respondent F på säljsidan tror på sikt att det kommer leda till färre analytiker på marknaden, vilket försämrar bolagsbevakningen på marknaden och därmed ökar informationsasymmetrin. Enligt teorin har aktieanalytikerna en viktig roll för att göra privat information offentlig och därmed minska informationsasymmetrin på marknaden (Lepone, Leung & Li, 2012). En minskad informationsasymmetri leder enligt Vaněk och Botlík (2013) och Healy och Palepu (2001) till en mer effektiv marknad. Respondent D menar att säljsidan kommer få svårare att kunna allokera både personal och teknik för att göra analyser. Därmed görs sämre analyser som i sin tur leder till att köpsidan gör sämre bedömningar som slutligen leder till sämre produkter till kunderna. Enligt Gu m.fl. (2019) och Gupta, Preetibedi och Poonamlakra (2014) kan aktieanalytiker bidra med värdefull information som underlättar för förvaltningen av fonder. Bland annat bidrog informationen till att göra det enklare att tolka om ett bolags års- och kvartalsrapporter som släpptes var bra eller dåliga, menar respondent B på köpsidan. Ifall det i framtiden leder till tidigare nämnda konsekvenser av respondenterna innebär det att MiFID II inte fyller sitt syfte. Enligt teorin ska MiFID II stärka effektiviteten på finansmarknaderna runt om i Europa (Regeringens proposition 2016/17:162; Bloomberg LP, 2018), vilket den i så fall inte gör.

Vidare spekulerar respondenterna på sikt ifall det kommer ske en harmonisering av MiFID II reglerna på den finansiella marknaden. Respondent A på köpsidan tycker att det borde finnas tvingande regler där alla gör likadant för att det ska bli rättvist och harmonisering ska kunna uppnås. Respondent B har en annan syn och tror att det är svårt att skapa harmonisering. Enligt teorin är det dock ett syfte med MiFID II just att skapa harmonisering på marknaden. Enligt SOU (2015:2) bör de europeiska medlemsstaterna exempelvis hålla sig till förordningen och direktivets nivå och inte sätta upp avvikande nationella regler - bland annat för att en harmonisering skall kunna ske. Dock uppstår andra problem istället menar respondent D, där verksamheterna i USA får en fördel i sitt

analysintag som gör att de kanske kan förvalta sina fonder bättre än verksamheter i Europa, då de inte står under MiFID II.

Som nämnt tidigare ska regelverk såsom MiFID II inte medföra fördelar för stora aktörer och nackdelar för mindre aktörer enligt Coglianesse och Carrigan (2015). Flera respondenter på såväl köp- som säljsidan anser dock att vinnare på regelverket blir antingen stora eller nischade aktörer på båda sidorna. Respondent E på säljsidan resonerar:

Som så ofta med sådana här regelverk så gynnar det ett fåtal större spelare som kan lägga resurser och hantera alla de här regelverken.

Att stora aktörer blir vinnare betyder i så fall att Coglianesse och Carrigan (2015) teori därmed inte håller, eftersom de stora då får fördelar. Samtidigt blir ju också andra aktörer som exempelvis nischade aktörer vinnare enligt respondenterna, vilket då betyder att deras teori till viss del stämmer. Förlorare på regelverket, menar samtliga respondenter på köp- och säljsidan av aktieanalyser – med undantag för respondent E – blir mellansegmentet som varken är stora eller nischade. Respondenterna anser att även små aktörer förlorar eftersom de inte klara av marginalerna. MiFID II syftar till att öka konsumentskyddet och transparensen (Finansinspektionen, 2018a). Därmed hoppas också samtliga respondenter på både köp- och säljsidan att konsumenterna blir vinnare på direktivet.

5.3 MiFID II:s påverkan på analyser

Enligt Lepone, Leung och Li (2013). Olbert (1991) samt Lang, Lins och Miller (2004) innehar aktieanalytikerna en viktig roll eftersom de förser den finansiella marknaden med information. Aktieanalytikernas finansiella information minskar i sin tur informationsasymmetrin på marknaden och ökar effektiviteten (Vaněk & Botlík, 2013; Healy & Palepu, 2001; Lepone, Leung & Li, 2013). Respondenterna A och B på köpsidan samt majoriteten av respondenterna på säljsidan anser dock att bolagsbevakningen på bland annat små och medelstora bolag minskat på grund av MiFID II och prispressen. Respondenterna anser dock inte att den minskade bolagsbevakningen måste ses som något negativt eftersom det dels blir lättare för en fondförvaltare att vara lönsam och dels då fondbolagen kan göra fler egna interna analyser. Detta innebär att fondförvaltare inte alltid behöver aktieanalytikers hjälp för att hitta detaljrik och omfattande information (Oehler & Kohlert, 2009; Poon, 2017; Altınkılıç & Hansen, 2009; Bodie, Kane & Marcus, 2008). Samtidigt upplever respondenterna C och D på köpsidan ingen förändring i bolagsbevakningen, medan respondenterna F och G på säljsidan ser den minskade bolagsbevakningen som en affärsmöjlighet. Respondent E återger sin ståndpunkt huruvida bolagsbevakningen kommit att påverkas av MiFID II:

Från min individuella synvinkel, ingen särskild påverkan. Men jag vet inte. Vi gör ju en satsning på små och medelstora bolag, men det är för att vi ska ha en hedge och få folk att betala för vår analys.

För att motverka en ytterligare minskning av bolagsbevakningen, en ytterligare försämrad konsensus och motverka ett sämre informationsflöde tror samtliga respondenter på säljsidan att uppdragsanalys kommer bli allt vanligare att konsumera i framtiden. Enbart respondent F på säljsidan samt respondenterna A och B på köpsidan ställer sig kritiska gentemot uppdragsanalyser. Respondent A berättar:

Jag vet inte riktigt vad poängen är med det. Det går emot allt som jag tror på. Om analyserna var bias från början så är det definitivt bias nu. Jag vet faktiskt inte varför jag skulle vilja läsa en sådan analys överhuvudtaget.

Respondenterna F och G på säljsidan anser dock att uppdragsanalyser upprätthåller trovärdigheten eftersom de inte får innehålla rekommendationer eller en riktkurs. Enligt teorin är prognoser och rekommendationer överflödiga och onödiga eftersom inget värde kan utvinnas från dem (Bodie, Kane & Marcus, 2008; Poon, 2017). Således är det förvånansvärt att två respondenter på köpsidan samt en respondent på säljsidan ställer sig så kritiska gentemot uppdragsanalyser. De två respondenterna på köpsidan, respondenterna C och D, medger även att analytiker inte kommer följa bolag där intjäningen är låg. Samtidigt berättar respondent F på säljsidan:

Det är svårt att få betalt för att täcka ett bolag och ha en negativ syn på bolaget då bolaget i framtiden inte vill betala dig längre om du ger en alltför negativ analys på bolaget.

Detta menar respondent B på köpsidan vara en negativ följd av MiFID II eftersom analytikerna är mindre kritiska i sin analys när de får betalt för att skriva den. Att analyser anses vara för optimistiska har sedan tidigare kritiserats av Cheng, Liu och Qian (2006), Cowen, Groyberg och Healy (2006) samt Guan, Lu och Wong (2012). Samtidigt förebygger uppdragsanalyser ineffektivitet genom att minska informationsasymmetrin (Chen, Goldstein & Jiang, 2007) och innehåller även insiderinformation från företagsledningen i likhet med andra analyser. Genom att göra privat information till publik information borde

det finnas ett informationsvärde och eftersom marknadseffektiviteten ofta anses ha en semistark form kan fondförvaltare slå marknaden genom insiderinformation (Chen, Goldstein & Jiang, 2007). Således borde aktieanalytiker vara viktiga informationsförmedlare även när de tillhandahåller fondbolagen uppdragsanalyser (Olbert, 1991).

SOU (2015:2) förväntade sig därutöver att en del tjänster som tidigare varit tillgängliga för allmänheten i samband med MiFID II skulle komma att tas bort från marknaden eftersom de eventuellt skulle kunna anses vara för dyra. Samtidigt delar Grossman och Stiglitz (1982) in investerare i en grupp med mer information och en annan grupp med mindre information. Vaněk och Botlík (2013) menar således att investerargruppen med mindre information kommer leta sig till investerargruppen med mer information och köpa informationen. Detta ligger som grund till varför samtliga respondenter på köpsidan antingen minskat kapitalet för inköpen av extern analys eller dragit ner på antalet parter (Cae, 2018; Hay, 2018). Det ligger troligen även till grund varför säljsidan upplever att de även tappat kunder. Respondenterna A och B på köpsidan tycker att ett flertal parter inte bidrar med något extra värde och att därmed för många parter är en onödig kostnad för fondbolaget. Det reflekterar uttalandet av Poon (2017) som nämner att köpsidan måste fundera kring värdet av analys och om det är värt att betala för analysen de erhåller. I teorin kan även det minskade antalet parter förklaras av att all information som redan analyserats vid ett tidigare tillfälle inte bidrar med ett informationsvärde (Haugen, 2001; Olbert, 1991). Som respondent A påpekar bidrar troligtvis ett extra antal analytiker inte med något ytterligare värde. Samtidigt underlättar analytiker i allmänhet fondförvaltarens arbete eftersom de tillhandahåller information om börsbolag (Armour m.fl., 2016; Gu m.fl., 2019; Gupta, Preetibedi & Mlakra, 2014; Vaněk & Botlík, 2013; Tan & Lee, 2015; Olbert, 1991). Dock menar respondent A på köpsidan att fondförvaltare inte bör förlita sig alltför mycket på vad som står i de externa analyserna och att köp- och säljrekommendationer inte genererar en avkastning. Respondenten resonerar att det är viktigt att själv bilda sig en egen uppfattning och gå ut och prata med bolagen. Enligt teorin borde resonandet grunda sig i att aktieanalytikers prognoser inte alltid stämmer överens med det framtida utfallet (Olbert, 1991; Du & Budescu, 2017). Enligt teorin motsäger även respondent A:s svar att det tredje kravet vid den effektiva marknadshypotesen inte uppfylls (Fama, 1970) eftersom alla aktörer på den finansiella marknaden inte tolkar informationen på ett likadant sätt. Samtidigt menar respondenten att de externa analyserna har ett visst utbildande syfte och är bra eftersom de skapar en bild på vad priset för aktien på marknaden är. Det faktum, att respondent A samt resterande fondbolag har kvar parter, bevisar att marknaden är semistark och att insiderinformation är värdefull (Chen, Goldstein & Jiang, 2007). Hade den finansiella marknaden istället varit stark marknadseffektiv skulle all information redan återspeglas på marknaden och analytikers analyser skulle inte ha något värde (Bodie, Kane & Marcus, 2013; Fama, 1970). Analyser synes därmed ha ett värde eftersom värdefull

information såsom överblick av makro- och mikroekonomiska faktorer och prognoser ges (Du & Budescu, 2018). Med hjälp av aktieanalyser blir förståelsen av vad informationen har för påverkan på aktiepriset tydligare (Fama, 1970).

Ett minskat antal parter kan även grundas i huruvida MiFID II kommit att påverka kvalitén på de externa analyserna. De två fondbolagen utan någon koppling till en bankkoncern samt respondent D på köpsidan anser att kvalitén på aktieanalyserna har minskat, vilket även majoriteten av respondenterna på säljsidan anser. Enbart respondent C på köpsidan och respondent G på säljsidan anser inte att MiFID II har kommit att påverka kvalitén negativt. En följd av en sämre kvalité kan dock bli att fondförvaltare kommer ha det svårare att hitta bra och relevant information fastän mängden tillgänglig information, som den teknologiska framväxten möjliggjort, ökat (Vaněk & Botlík, 2013; Armour m.fl., 2016). Respondent D på köpsidan valde att formulera den påverkade kvalitén som:

*Genomsnittet av kvalitén på analyserna har nog försämrats något.
Däremot kan du fortfarande hitta väldigt bra analyser per bolag.*

Detta kan förklaras med att resurserna urholkats från den finansiella marknaden; något respondenterna E och H på säljsidan anser påverkat kvalitén av de externa analyserna. I sin tur upplever även respondent G på säljsidan en minskad kvantitet av säljsidans analyser. Med en minskad mängd bra externa analyser får fondförvaltare det därmed nu svårare att hitta information, vilket bidrar till att färre aktieanalytiker bidrar till en ökad informationsasymmetri (Li & You, 2015; Michaely & Womack, 1999; Bowen, Chen & Cheng, 2008). Enligt teorin borde lågkvalitativa aktieanalyser drivas bort från marknaden eftersom de anses vara för dyra (SOU 2015:2). Enligt Hagen (1990) genererar i sin tur lågkvalitativa analyser sämre investeringsresultat och således ett sämre utfall för slutkunden. Det motverkar direktivets syften om att öka transparensen, förbättra investerarskyddet samt stärka förtroendet på den finansiella marknaden (Finansinspektionen, 2018a), vilket då inte bidrar till att marknaden är mer rättvis och att fondförvaltare kan göra bra investeringar (Hay, 2018). I samband med MiFID II förväntas ju trots allt bland annat de erbjudna produkterna till investerarna och marknadsbeteendet att förändras (Lannoo, 2018). En ytterligare anledning till en försämrad kvalité kan grundas i prispress på den finansiella marknaden, där priset på externa aktieanalyser gått ner. Respondent B pekar på en konflikt med det sjunkande priset för den externa aktieanalysen:

Man kan ju pressa priserna till en viss gräns, men sen kommer det att belasta kvalitén. Hur mycket är man villig att pressa priserna - det är en fråga som alla fondbolag måste ställa sig.

Att det råder en prispress är samtliga respondenter på köp- och säljsidan eniga om. Respondenterna är sig dock oeniga huruvida detta är en följd av MiFID II eller inte. Respondent A på köpsidan poängterar att det förut inte var möjligt att veta exakt vad som betalades för analysen eftersom analyskostnaden var bunden till courtaget, vilket även respondenterna F och H på säljsidan påpekar. Respondent H på säljsidan påpekar att det förut var enklare för en större aktör på den finansiella marknaden att lägga till extra avgifter för en analys innan MiFID II, och berättar hur betalningen sker idag:

Nu betalar man direkt via research checker. Problemet är ju någonstans att vi inte kommer sälja vår analys till någon som inte kan betala tillräckligt mycket för den.

Prispressen men även direktivets möjliga påverkan på kvalitén av aktieanalyser kan dock förklaras av att det föreligger en adverse selection på marknaden (Akerlof, 1990). Aktieanalytikerna vet kvalitén på sina analyser, medan fondförvaltarna inte har tillräcklig information för att bedöma denna kvalitet. Därmed kommer det föreligga incitament hos säljsidan att producera lågkvalitativa analyser eftersom priset för högkvalitativa analyser blir för lågt. En följd MiFID II blir därmed att högkvalitativa analyser blir allt färre på marknaden och trängs bort. Färre högkvalitativa analyser leder i sin tur till att den finansiella marknaden kommer att domineras av lågkvalitativa analyser.

6 Slutsatser och vidare forskning

I det sista kapitlet presenteras studiens resultat utifrån syftet och forskningsfrågorna som studien bygger på. Vidare ges även förslag på vidare forskning inom studiens ämnesområde.

6.1 Slutsats

6.1.1 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser implementeringsprocessen av MiFID II och vilka följder har direktivet haft på verksamheten?

Köp- och säljsidan av aktieanalyser är överens om att implementeringsprocessen av MiFID II i verksamheten har medfört ökade kostnader. De två främsta kostnaderna är administrativa och IT-kostnader. Administrativa kostnader som ökat är främst för extrapersonal som anställts, medan IT-kostnaderna främst utgör igångsättningen av direktivet. Den främsta förändringen, som fondförvaltarna och aktieanalytikerna upplever har skett som en följd av MiFID II, är uppdelningen av kostnaden för analys och exekvering. Uppdelningen har gjort att köpsidan bättre kan utvärdera analysvärdet och säljsidan kan enklare sätta ett pris på analysen. Det har även gjort att den historiska courtagedrivna modellen, där köpsidan fick analyser av många aktörer på säljsidan i utbyte mot att de drev handel till dem, har försvunnit. Med MiFID II får inte analyser ges ut eller tas emot på ett oreglerat vis, utan det måste finnas ett avtal mellan parterna.

Förändringar som skett i verksamheten för köpsidan är att de tvingas välja huruvida de ska ta upp kostnaden för analyserna i bolaget eller lägga den på kunderna. Fondbolag som inte tillhör en bankkoncern verkar lägga över kostnaden på kunderna, medan fondbolag som tillhör bankkoncerner verkar göra annorlunda. Köpsidan kan således bättre utvärdera värdet på analysen eftersom de blivit mer medvetna om vad de faktiskt betalar för den. Det har medfört att köpsidan dragit ned markant på antalet parter att köpa externa analyser från, eftersom de inte är beredda att betala så mycket och för att analyserna inte bidrar med något ytterligare värde. Förändringar i verksamheten för säljsidan är att de varit tvungna att ändra sina affärsmodeller och sätta ett pris och ta betalt för analyserna. Som en följd av att köpsidan dragit ned på antalet parter har analysverksamheter fått lägga allt större fokus på att göra värdefulla analyser för att köpsidan ska vilja ha kvar dem som part.

6.1.2 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att MiFID II har haft för följder på marknaden och dess aktörer samt kommer ha för fortsatt påverkan på sikt?

Köp- och säljsidan av aktieanalyser anser att MiFID II har ett gott syfte eftersom den ämnar stärka kundskyddet och öka transparensen på marknaden. Efter ett år tycker aktörerna att vissa steg tagits i rätt riktning, som att kunderna får mer information och att

fondförvaltarna inte blir lika låsta till att köpa analyser från just analyshus. Samtidigt upplever köp- och säljsidan att MiFID II också är överreglerad till följd av att stiftarna själva har dålig insyn i hur marknaden verkligen fungerar, som därmed leder till att direktivet i vissa hänseenden får motsatt effekt. Flera aktörer på köp- och säljsidan nämner att MiFID II lett till färre analytiker och en försämrad bolagsbevakning, vilket i sin tur minskat transparensen och den tillgängliga informationen på marknaden. På kort sikt har aktörerna på köp- och säljsidan av aktieanalyser dock inte sett alla konsekvenser än som befaras inträffa. Fler följder kommer troligen ske under året och nästkommande år eftersom många aktörer fortfarande ser över sina affärsmodeller och sin kapacitet.

På sikt tror köp- och säljsidan av aktieanalyser att MiFID II bland annat kommer ha fortsatta negativa konsekvenser i form av sjunkande intäkter för säljsidan, eftersom köpsidan inte vill köpa analyser av lika många parter längre. Färre analytiker kommer också vara verksamma på marknaden, vilket i sin tur påverkar bolagsbevakningen negativt. Informationsasymmetrin ökar som följd därav och marknaden blir således mindre effektiv. Allt det leder även till att det blir svårare för köpsidan att kunna tolka exempelvis företags års- och kvartalsrapporter. I slutändan drabbas konsumenterna i form av sämre sparprodukter. Med alla nya regelverk finns vinnare och förlorare. Majoriteten på köp- och säljsidan av aktieanalyser tror att vinnarna av MiFID II är stora eller nischade aktörer. Stora aktörer på köpsidan har råd att köpa in analyser från många parter och stora aktörer på säljsidan har råd att täcka fler bolag. Nischade aktörer på köpsidan kan i sin tur erbjuda unika produkter och nischade aktörer på säljsidan kan specialisera sig på en enskild sektor eller bransch. Förlorare av MiFID II blir därmed mellansegmentet och små aktörer som inte har samma möjligheter som stora eller nischade aktörer har. Ytterligare vinnare blir aktörer utanför Europa som inte står under MiFID II och därmed kan få ett informationsövertag. Därför har aktörerna på köp- och säljsidan också diskuterat att harmoniseringar kommer ske i någon form.

6.1.3 Hur upplever köp- och säljsidan av aktieanalyser att bolagsbevakningen, efterfrågan, kvalitén och priset på aktieanalyserna har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?

Majoriteten på köp- och säljsidan av aktieanalyser anser att bolagsbevakningen av små och medelstora bolag kan ha minskat något med MiFID II. Den minskade bevakningen behöver dock inte ses som något negativt enligt köp- och säljsidan. Det lämnar möjligheten öppen för fondförvaltare att göra egna interna analyser på bolag som inte följs av så många analytiker. Det har också blivit större efterfrågan på uppdragsanalyser, något säljsidan kan vara lönsamma på. Dock är delade åsikter kring uppdragsanalysers värde, där vissa aktörer på köp- och säljsidan tycker de är för objektiva och därför inte fyller något värde. Medan

andra aktörer tycker att uppdragsanalyserna är ett bra sätt att hitta bolag som de kanske annars inte hade hittat. Efterfrågan på analyser har minskat överlag, då fondförvaltare på köpsidan dragit ned på antalet parter att köpa analyser från. Det finns dock en skillnad i regelbundna parter och specifika parter, där det är efterfrågan som minskat på de specifika parterna. De regelbundna leverantörerna har man årliga avtal med. Fondförvaltarna tycker det är bättre att vara en bra kund hos några få parter än en dålig kund hos många. Att ha fler parter verkar dessutom inte bidra till att ytterligare värde till köpsidan skapas.

Köpsidan upplever att kvalitén överlag gått ned på analyserna. Det beror på att många bolag på säljsidan ersatt duktiga analytiker som slutat med nya mer oerfarna. Bara hälften på säljsidan upplevde att kvalitén blivit sämre, vilket beror på att det är analysverksamheterna som utfärdar analyserna och därför inte skulle säga om den var av låg kvalitet. Samtliga på köp- och säljsidan upplever en prispress på marknaden där priset på aktieanalyserna därmed har sjunkit. Prispressen beror dock inte på MiFID II som en enskild orsak, utan det har varit en strukturell press på marknaden under ett flertal år.

6.2 Vidare forskning

Eftersom MiFID II är ett direktiv som endast funnits implementerat i svensk lag i ett år och alla följder av implementeringen inte ännu har skett är det ett aktuellt och intressant ämne för fortsatt forskning. Ett år är en för kort period för att kunna se tydliga förändringar, vilket gör att det i dagsläget är svårt att dra en tydlig slutsats av hur MiFID II påverkat aktörerna och marknaden. De svar som erhöles av respondenterna i denna studie baserades mycket på spekulationer och därmed kan utfallet komma att bli annorlunda vid en uppföljning inom något eller några år. I dagsläget provar och utvärderar många aktörer av aktieanalyser fortfarande sina intäktsmodeller och sin kapacitet. Vilka effekterna på den finansiella marknaden är, är ett uppslag för en kommande studie. Ett exempel vore att undersöka fenomenet uppdragsanalyser och hur framväxten av dessa typer av analyser har kommit att påverka den finansiella marknaden. Ett annat exempel vore att undersöka huruvida det skett en ökad framväxt av interna analyser hos fondförvaltare eller om de fortfarande värderar externa analyser mer. På sikt finns det mer omfattande data i form av siffror att tillgå; exempelvis hur mycket MiFID II kostat olika aktörer och marknaden. Vidare forskning skulle därmed kunna genomföra en kvantitativ studie och analysera den typen av data. Den här studien bygger på respondenternas hypoteser, tankar och åsikter kring MiFID II och dess påverkan, vilket gör att det blir svårt att kunna dra säkra slutsatser. Vidare forskning skulle kunna göras på det viset att man skickar ut enkäter istället och försöker få ett större antal respondenter att delta. Därmed ökas generaliserbarheten och reliabiliteten i en tänkbar framtida studie. Dock syftar inte en kvalitativ forskning till att kunna göra generaliseringar av det insamlade materialet. Därmed bör den framtida forskningen kombinera denna typ av forskning med en kvantitativ infallsvinkel.

Referenser

Ahrne, G. & Svensson, P. (2015). *Handbok i kvalitativa metoder*. 2 uppl. Stockholm: Liber.

Akerlof, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, s 488–500.

Altinkılıç, O., & Hansen, R. S. (2009). On the information role of stock recommendation revisions. *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 17–36.

Alvesson, M., & Sköldböck, K. (2008). *Tolkning och reflektion: Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Armour, J., Awrey, D., Davies, P. L., Enriques, L., Gordon, J. N., Mayer, C. P., Payne, J. (2016). *Principles of financial regulation*. 1 uppl. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press.

Atkinson, R., & Flint, J. (2001). Accessing hidden and hard-to-reach populations: Snowball research strategies. *Social research update*, 33(1), 1-4.

Bloomberg LP. (2018). MiFID II: Impact on Investor Relations. *Bloomberg LP*.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2008). *Investments*. 7 uppl. New York: Mc Graw Hill Education.

Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. (2013). *Investments*. 10 uppl. New York: Mc Graw Hill Education.

Bowen, R. M., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting*.

Bowman, L. (2017). The future of research under mifid II: He who pays the piper calls the tune. *Euromoney*.

Braun, D., & Guston, D. H. (2003). Principal-agent theory and research policy: An introduction. *Science and Public Policy*, 30(5), 302–308.

Bryman, A. (2008). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Stockholm, Sverige: Liber AB.

- Bryman, A. (2012). *Samhällsvetenskapliga metoder*. 2. uppl., Malmö: Liber.
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2 uppl. Stockholm: Liber.
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3 uppl. Stockholm: Liber.
- Cae, Al R. (2018). The MiFID II effect: Research in flux. *US magazine of the National Investor Relations Institute*. [NIRI].
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2007). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- Cheng, Y., Liu, M. H., & Qian, J. (2006). Buy-side analysts, sell-side analysts, and investment decisions of money managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 51-83.
- Coglianesi, C., & Carrigan, C. (2015). "The theory of economic regulation". *Oxford University Press*.
- Corbin, J., & Strauss, A. (1990). Grounded theory research: Procedures, canons, and evaluative criteria. *Qualitative Sociology*, 13(1), 3-21.
- Cowen, A., Groyberg, B., & Healy, P. (2006). Which types of analyst firms are more optimistic? *Journal of Accounting and Economics*, 41(1), 119-146.
- Cox, J. (2018). *MiFID II: What is it, how will it affect the world of finance and why should we care?*. The Independent. Hämtad från <https://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/mifid-ii-2018-what-is-how-effect-financial-investments-markets-in-financial-instruments-directive-a8139361.html>.
- David, M., Sutton, C. D., & Torhell, S. (2016). *Samhällsvetenskaplig metod*. 1 uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Du, N., & Budescu, D. V. (2018). How (over) confident are financial analysts? *Journal of Behavioral Finance*, 19(3), 308-318.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

Euro IRP. (2016). Approach to research under MiFID II. The Investment Association – Investment matters.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Finansinspektionen. (2018a). *Om Mifid/Mifir*. Hämtad 2019-01-24 från <https://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/om-mifidmifir/>.

Finansinspektionen. (2018b). *Reglerna i korthet*. Hämtad 2019-02-08 från <https://www.fi.se/sv/marknad/vardepappersmarknad-mifidmifir/reglerna-i-korthet/>.

Guan, Y., Lu, H., & Wong, M. H. F. (2012). Conflict-of-interest reforms and investment bank analysts' research biases. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 27(4), 443-470.

Greve, J. (2014). *Ekonomistyrning: Principer och praxis*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Grossman, S., & Stiglitz, J. (1982). On the impossibility of informationally efficient markets: Reply. *The American Economic Review*, 72(4), 875-875.

Gu, Z., Li, G., Li, Z., & Yang, Y. G. (2019). Friends in need are friends indeed: An analysis of social ties between financial analysts and mutual fund managers. *Accounting Review*, 94(1), 153-181.

Gupta, E., Preetibedi, P., & Mlakra, P. (2014). Efficient Market Hypothesis V/S Behavioural Finance. *IOSR Journal of Business and Management*, 16(4), 56–60.

Gustavsson, B. (2004). *Kunskapande metoder inom samhällsvetenskapen*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Hagen, K. (1990). *Principal-Agent Teori – Implikasjoner for offentlig styrning og politikk*. Bergen: LOS-sentret.

Haugen, R. A. (2001). *Modern investment theory*. 5 uppl. Upper Saddle River, N.J: Prentice Hall.

Hay, J. (2018). MiFID II: Shake-up of research carries risks for capital raising. *Global Capital*.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.

Holme, I. M., Solvang, B. K., & Nilsson, B. (1997). *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Hägerstrand, A. (2018). Analys till salu lockar fler bolag. *Dagens industri*. Hämtad 2019-02-11 från <https://www.di.se/nyheter/analys-till-salu-lockar-fler-bolag/>.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Justesen, L., Mik-Meyer, N., & Andersson, S. (2011). *Kvalitativa metoder: Från vetenskapsteori till praktik*. 1 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Keohane, D. & Stafford, P. (2018). French watchdog calls for rethink of research rules. *The Financial Times*. [FT]. Hämtad från https://www.ft.com/content/74138918-f236-11e8-9623-d7f9881e729f_

Kirk, M. (2011). Research for sale: Determinants and consequences of paid-for analyst research. *Journal of Financial Economics*, 100(1).

Kull, J. (2017). En torr lag från Bryssel - årets julklapp. *Börshajen*. Hämtad 2019-02-08 från https://borshajen.nu/2017/12/25/en-torr-lag-fran-bryssel-aretsjulklapp/?fbclid=IwAR2gHgqBUINJR116K4XuUwtdR7Pfoa_5xJZeP9xoLyFTsYczyaqGRsNyxhk.

Kvale, S., Brinkmann, S. & Torhell, S. (2009). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.

Kvale, S. Brinkmann, S. & Torhell, S. (2014). *Den kvalitativa forskningsintervjun*. 3 uppl. Lund: Studentlitteratur.

- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2004). Concentrated control, analyst following, and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 42(3), 589-623.
- Lannoo, K. (2018). MiFID will proudly affect the portfolio management business. *Bank och Finance Services Policy Report*. 37(2): 1–3.
- Lantz, A. (2007). *Intervjumetodik*. 2 uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Larsson, S. (1986). *Kvalitativ analys: Exemplet fenomenografi*. Lund: Studentlitteratur.
- Lepone, A., Leung, H., & Li, J. G. (2013). Unequal access to analyst research. *Australian Journal of Management*, 38(2), 253-277.
- Li, K. K., & You, H. (2015). What is the value of sell-side analysts? evidence from coverage initiations and terminations. *Journal of Accounting and Economics*, 60(2-3), 141-160.
- Lindmark, J. (2017). Dyra fonder avslöjas av nya kostnadsmått. *Morningstar*. Hämtad från <https://www.morningstar.se/Articles/Chronicle.aspx?title=dyra-fonder-avslojas-nya-priips-mifid>.
- Mahmud, S.J., Scarth, N., Shah, N. & Molloy, P. (2016). The future of equity research. *Bloomberg Intelligence and Frost Consulting*.
- Merkley, K., Michaely, R., & Pacelli, J. (2017). Does the scope of the sell-side analyst industry matter? an examination of bias, accuracy, and information content of analyst reports: Does the scope of the sell-side analyst industry matter? *The Journal of Finance*, 72(3), 1285-1334.
- Michaely, R., & Womack, K. L. (1999). Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *The Review of Financial Studies*, 12(4), 653-686.
- Murphy, H., Morris, S., & Mooney, A. (2019). Mifid II has thrown up several unintended consequences. *The Financial Times*. [FT]. Hämtad från <https://www.ft.com/content/6644989a-02b2-11e9-99df-6183d3002ee1>.
- Oehler, A., & Kohlert, D. (2009). Financial advice giving and taking--where are the market's self-healing powers and a functioning legal framework when we need them? *Journal of Consumer Policy*, 32(2), 91.

Olbert, L. (1991). *Värderingsfaktorer och informationskällor vid värdering av aktier: En enkätstudie om finansanalytikens arbetssätt*. Lund: Treblo Konsult & Invest.

Poon, C. (2017). Researching research costs. *International financial law review*. [IFLR].

Preece, Rhodri. (2017). MIFID II: A NEW PARADIGM FOR INVESTMENT RESEARCH – Investor Perspectives on Research Costs and Procurement. *CFA Institute*.

Preece, R. (2019). MiFID II: One year on – Assessing the Market for Investment Research. *CFA Institute*.

PwC. (2016). The future of research – Impact of MiFID II on research for investment firms. *PWC UK*.

Quinlan, B., Kwan, Y. (2017). Research.com - The rise of online research marketplaces. *Quinlan och Associates*.

Regeringens proposition 2016/17:162. Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR). Hämtad från <https://www.regeringen.se/496172/contentassets/6e03c321ca034eb2b77fba180fbc6fb6/nya-regler-om-marknader-for-finansiella-instrument-mifid-ii-och-mifir-del-1-av-2-prop.-201617162>.

Rienecker, L., Stray Jörgensen, P., & Hedelund, L. (2014). *Att skriva en bra uppsats*. 3 uppl. Stockholm: Liber.

Samuelsson, P. A. (1965). Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review* 6, s. 41–49.

SCB. (2018). *Fondförmögenheten minskar*. Hämtad 2019-03-14 från <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/finansmarknad/finansiella-foretag-forutom-forsakringsforetag/investeringsfonder-tillgangar-och-skulder/>.

Sharma, A. (1997). Professional as agent: Knowledge asymmetry in agency exchange. *The Academy of Management Review*, 22(3), 758-798.

Sindreu, Jon. (2018). *The Dangerous Rise of Sponsored Stock Research*. Hämtad från <https://www.wsj.com/articles/the-dangerous-rise-of-sponsored-stock-research-1543400111>.

SOU 2015:2. Värdepappersmarknaden MiFID II och MiFIR. Hämtad från <https://www.regeringen.se/49bb2f/contentassets/41dd7f9e65a64c3ea312af020dc57931/va-rdepappersmarknaden-mifid-ii-och-mifirdel-1-sou-20152>.

Stout, L. A. (2002). The investor confidence game. *Brooklyn Law Review*, 68(2), 407.

Svenning, C. (1996). *Metodboken: En bok om samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. 1 uppl. Eslöv: Lorentz.

Swedbank. (2017). *Swedbank Robur väljer att stå för externa analyskostnader*. Hämtad 2019-01-25 från <https://www.swedbank.com/svenska/newsroom/pressmeddelanden/?pressId=4B81F9858CB193C5>.

Tan, J. C. K., & Lee, R. (2015). An agency theory scale for financial services. *Journal of Services Marketing*, 29(5), 393-405.

Trocmé, J., Benktander, E och Svensson, H. (2018). Liquidity drought – Nordea On Your Mind. *Nordea*.

Vaněk, J. & Botlík, J. (2013). Can Education Help to Reduce Information Asymmetry?. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 106, 591–597.

Vetenskapsrådet. (2002). *Forskningsetiska principer – inom humanistisk-samhällsvetenskaplig forskning*.

Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (2001). *Toward transparency: New approaches and their application to financial markets*.

Yin, R. K. (2011). *Qualitative research from start to finish*. 1 uppl. New York: Guilford Press.

Yin, R. K., & Nilsson, B. (2007). *Fallstudier: Design och genomförande*. 1 uppl. Malmö: Liber.

Bilagor

Bilaga 1 – Mejlmall

Hej,

Vi heter Caroline Zuber och Julia Pham och studerar på Civilekonomprogrammet vid Linköpings universitet. Under vårterminen skriver vi vår magisteruppsats inom företagsekonomi med inriktning finans. Vi gör en studie där syftet är att undersöka vilken skillnad som köp- respektive säljsidan av aktieanalyser på den svenska finansiella marknaden upplever att MiFID II haft ett år efter implementeringen. Vi undrar därför ifall du eller någon annan på XXX med erfarenhet av aktieanalyser vill delta och bidra med betydelsefulla infallsvinklar i vår studie?

Beräknad tidsåtgång för intervjuerna är cirka 30–45 minuter och kan genomföras antingen på överenskommen plats eller via webbsamtal. Vi har för avsikt att genomföra intervjuerna under veckorna XXX men är flexibla och har möjlighet att skjuta upp datumet något. Dina uppgifter kommer att hanteras konfidentiellt och det finns möjlighet att vara anonym om så önskas. Resultat från studien kommer att finnas tillgänglig för er efter sommaren om ni så önskar.

Låter detta intressant? Vi skickar i så fall ut en intervjuguide samt intervjufrågor om du skulle vilja delta i studien.

Har ni några frågor eller om något är otydligt är ni välkomna att kontakta oss!

Tack på förhand!

Med vänliga hälsningar,

Caroline Zuber
070 - 320 XX XX
CarzuXXX@student.liu.se

Julia Pham
070 - 717 XX XX
JulphXXX@student.liu.se

Ps. Om det är så att vi borde tagit kontakt med någon annan på företaget får ni gärna vidarebefordra detta mejl till rätt person!

Bilaga 2 – Intervjuguide köpsidan

Syftet med studien: Syftet är att undersöka vilken skillnad som köpsidan respektive säljsidan av analyser upplever att MiFID II haft ett år efter implementeringen. Vidare ämnar studien även att undersöka hur dessa aktörer upplever att detta påverkat verksamheten samt hur värdet och kvalitén på analyserna har förändrats sedan implementeringen av direktivet.

Frågor: Nedan finner ni huvudfrågorna vi kommer fokusera på under intervjun. Strukturen på intervjuguiden kommer att tillåta att vi ställer följdfrågor som därmed gör att vi kan komma att avvika från huvudfrågorna något. Intervjun är uppdelad i tre delar med inledande bakgrundsfrågor, huvudfrågor som berör syftet med studien och slutligen frågor ifall det är något extra som du vill tillägga eller som vi glömt ta upp.

Beräknad tidsåtgång: 30–45 minuter

Övrig information: Studien är frivillig och du kan när som helst välja att avbryta ditt medverkande. Vi önskar gärna att få spela in intervjuerna för att underlätta för transkriberingen och du kommer då få möjlighet att godkänna transkriberingsmaterialet innan vi tar med det i uppsatsen. Materialet kommer endast användas inom ramen för uppsatsen och efter att uppsatsen har publicerats kommer materialet att förstöras.

INTERVJUFRÅGOR

Bakgrundsfrågor

- Är det okej att vi spelar in intervjun för att underlätta för transkriberingen?
- Är det okej att vi publicerar er och bolagets namn i vår uppsats?
- Kan du berätta lite om vad du har för roll och dina arbetsuppgifter?
- Kan du berätta lite om er verksamhet?
- Ungefär hur mycket kapital förvaltar ni?
- Vad för typ av förvaltning bedriver ni?
- Vilka typ av bolag hittar man främst i era fonder?

Allmänna frågor om MiFID II

- Kan du berätta lite kort om din syn på MiFID II?
- Hur upplever du att den nya regelförändringen påverkat er?
- Hur gick hur implementeringsprocessen av MiFID II till för er verksamhet?
- Hur har kunderna påverkats av MiFID II?

- Vilka positiva och negativa följder du upplever du att implementeringen av MiFID II haft?
- Vilka tror du blir vinnare respektive förlorare av MiFID II?
- Vilken påverkan tror du att MiFID II kommer ha på kort respektive lång sikt?

Analys

- Kan du berätta lite om hur ni tar emot aktieanalyser idag. Producerar ni de själva eller köper ni de externt och hur ser fördelningen ut?
- Hur upplever ni att tillgängligheten av analyser har förändrats från innan respektive efter implementeringen av MiFID II?
- Hur upplever du att bolagsbevakningen har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?

Externa analyser

- Hur många aktörer köper ni externa analyser från idag och hur skiljer sig detta från innan MiFID II implementerades?
- Hur tänker ni vid valet av aktörer att köpa analyserna från? Har ni några krav ni utgår från vid valet av aktör?
- Hur betalar ni för den externa analysen idag? Är det någonting som belastar fonden eller kunderna?
- Hur upplever du att priset på aktieanalyserna från externa aktörer har förändrats från innan respektive efter implementeringen av MiFID II?
- Hur upplever du att kvalitén på de externa aktörerna har förändrats från innan respektive efter implementeringen av MiFID II?

Avslutning

- Finns det något mer du vill tillägga som du tycker att vi missat?
- Kan vi kontakta dig via telefon eller mejl om det skulle dyka upp några ytterligare frågor?
- Vill du ta del av transkriberingen innan vi publicerar det i vår uppsats?

Bilaga 3 – Intervjuguide säljsidan

Syftet med studien: Syftet är att undersöka vilken skillnad som köpsidan respektive säljsidan av analyser upplever att MiFID II haft ett år efter implementeringen. Vidare ämnar studien även att undersöka hur dessa aktörer upplever att detta påverkat verksamheten samt hur värdet och kvalitén på analyserna har förändrats sedan implementeringen av direktivet.

Frågor: Nedan finner ni huvudfrågorna vi kommer fokusera på under intervjun. Strukturen på intervjuguiden kommer att tillåta att vi ställer följdfrågor som därmed gör att vi kan komma att avvika från huvudfrågorna något. Intervjun är uppdelad i tre delar med inledande bakgrundsfrågor, huvudfrågor som berör syftet med studien och slutligen frågor ifall det är något extra som du vill tillägga eller som vi glömt ta upp.

Beräknad tidsåtgång: 30–45 minuter

Övrig information: Studien är frivillig och du kan när som helst välja att avbryta ditt medverkande. Vi önskar gärna att få spela in intervjuerna för att underlätta för transkriberingen och du kommer då få möjlighet att godkänna transkriberingsmaterialet innan vi tar med det i uppsatsen. Materialet kommer endast användas inom ramen för uppsatsen och efter att uppsatsen har publicerats kommer materialet att förstöras.

INTERVJUFRÅGOR

Bakgrundsfrågor

- Är det okej att vi spelar in intervjun för att underlätta för transkriberingen?
- Är det okej att vi publicerar er och bolagets namn i vår uppsats?
- Kan du berätta lite om vad du har för roll och dina arbetsuppgifter?
- Kan du berätta lite om er verksamhet?

Allmänna frågor om MiFID II

- Kan du berätta lite kort om din syn på MiFID II?
- Hur upplever du att den nya regelförändringen påverkat er?
- Hur gick hur implementeringsprocessen av MiFID II till för er verksamhet?
- Hur har kunderna påverkats av MiFID II?
- Vilka positiva och negativa följder du upplever du att implementeringen av MiFID II haft?
- Vilka tror du blir vinnare respektive förlorare av MiFID II?

- Vilken påverkan tror du att MiFID II kommer ha på kort respektive lång sikt?

Analyser

- Ungefär hur mycket analyser ger ni ut årligen?
- Vilka är de främsta kunderna som köper analyser av er?
- Hur upplever ni att efterfrågan på analyser har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?
- Hur upplever du att bolagsbevakningen har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?
- Hur tror du att kunderna upplever att kvalitén och värdet på analyserna har förändrats från innan respektive efter MiFID II implementerades?
- Hur tror du att kunderna upplever att priset på analyserna har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?
- Hur upplever du att konsensus har förändrats sedan implementeringen av MiFID II?
- Har ni börjat med uppdragsanalyser sedan MiFID II implementerades och vilka för och nackdelar ser du med uppdragsanalyser?

Avslutning

- Finns det något mer du vill tillägga som du tycker att vi missat?
- Kan vi kontakta dig via telefon eller mejl om det skulle dyka upp några ytterligare frågor?
- Vill du ta del av transkriberingen innan vi publicerar det i vår uppsats?