

Datum 2017-04-11

FI Dnr 17-5072

Finansinspektionen
Box 7821
SE-103 97 Stockholm
[Brunnsgatan 3]
Tel +46 8 408 980 00
Fax +46 8 24 13 35
finansinspektionen@fi.se
www.fi.se

Förslag till anpassning av transparensregler enligt Mifid 2/Mifir

Sammanfattning

Finansinspektionen (FI) presenterar i denna remisspromemoria ett förslag på anpassning till de nya transparensregler som kommer att införas i samband med ett nytt europeiskt regelverk: direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2/Mifir).¹ De nya reglerna omfattar i stort sett alla finansiella instrument som handlas på en handelsplats. Denna promemoria är specifikt inriktad på analys av och preliminära bedömningar för icke-aktierelaterade instrument. FI har undersökt hur de nya kraven på transparens påverkar de finansiella marknaderna generellt samt mer specifikt hur det påverkar den svenska räntemarknaden. FI har även följt upp en tidigare studie om vilka instrument på delar av den svenska räntemarknaden som skulle omfattas av en möjlighet till att undantag från offentliggörande av order eller uppskjutet offentliggörande av genomförda transaktioner.

FI:s preliminära bedömning är att det är lämpligt att bevilja undantag från transparensreglerna före handel när villkoren enligt artikel 9.1 i Mifir är uppfyllda. FI avser även preliminärt att bevilja uppskjutet offentliggörande efter handel när villkoren enligt artikel 11.1 i Mifir är uppfyllda. För att undvika att den nivå av transparens som nu gäller försämrats avser FI preliminärt att komplettera beviljanden av uppskjutet offentliggörande med en anpassning enligt artikel 11.3 i Mifir.

Kommentarer på FI:s preliminära ställningstagande och bedömningar ska vara FI tillhanda senast den 26 april 2017.

¹ Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU samt Europa Parlamentets och Rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

Finansinspektionen efterfrågar synpunkter på kommande tillämpning av transparensregler i Mifid2/Mifir.

Finansinspektionens (FI) har i uppdrag att arbeta för väl fungerande finansiella marknader.² FI anser att ett viktigt medel för att uppnå detta mål är att verka för en hög transparens på värdepappersmarknaden, i första hand i form av en prisbild med hög tillförlitlighet.

Redan 2007 infördes gemensamma regler (Mifid 1)³ i EU för att öka transparensen på aktiemarknaden. Den svenska regleringen har i viss utsträckning gått längre än minimikraven i Mifid 1 genom att kräva transparens även för andra finansiella instrument. Den gällande tillämpningen har från 2015 även kommit att omfatta företagsobligationer genom en förändrad praxis.⁴

Finanskrisen 2007–2008 avslöjade svagheter i det finansiella systemet inom EU. Några av dessa svagheter berodde på bristande tillgång till information om handelsmöjligheter och priser på värdepappersmarknaderna vilket har tydliggjort ett behov av ökad transparens. När ett nytt europeiskt regelverk införs genom direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2/Mifir)⁵ kompletteras den tidigare transparensregleringen inom EU med ett enhetligt regelverk med utökade krav, som kommer att omfatta i stort sett alla finansiella instrument som handlas på en handelsplats.

Mifir omfattar krav på offentliggörande både före och efter handel. Eftersom ökad transparens skulle kunna innebära högre marknadsrisk för enskilda marknadsaktörer, vilket i sin tur kan få negativa konsekvenser på likviditet och prissättning, har behöriga myndigheter även möjlighet att medge undantag från offentliggörande alternativt uppskjutet offentliggörande i vissa fall.⁶ Dessa möjligheter regleras på detaljerad nivå, men kan i viss utsträckning även anpassas efter nationella förutsättningar. Som svensk behörig myndighet är det FI som ska bedöma i vilken mån en sådan anpassning ska göras. Här går det att ta hänsyn till den transparens som den tidigare lagstiftningen medfört. Denna remisspromemoria redogör för FI:s preliminära bedömningar i förhållande till undantagsmöjligheterna för icke-aktierelaterade instrument⁷ med en fördjupande analys av effekterna på räntemarknaden.

² Regleringsbrev för budgetåret 2017 avseende Finansinspektionen. Se

<http://www.fi.se/contentassets/bf21abc0d5d34a8791c038a8f83f1783/regleringsbrev-2017.pdf>.

³ Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2004/39/EG av den 21 april 2004 om marknader för finansiella instrument och om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG och 93/6/EEG och Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/12/EG samt upphävande av rådets direktiv 93/22/EEG.

⁴ FI ändrar praxis för att öka öppenheten i handeln med företagsobligationer. Se <http://www.fi.se/sv/publicerat/nyheter/2014/fi-andrar-praxis-for-att-oka-oppenheten-i-handeln-med-foretagsobligationer/>.

⁵ Europa Parlamentets och Rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av direktiv 2002/92/EG och av direktiv 2011/61/EU samt Europa Parlamentets och Rådets förordning (EU) nr 600/2014 av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012.

⁶ Mifir artikel 4, 7, 9, 11, 20 och 21.

⁷ Obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och derivat.

Marknadens aktörer inbjuds att lämna synpunkter på promemorian, med särskild fokus på FI:s preliminära ställningstaganden och bedömningar på sidorna 15-17. Kommentarer ska vara FI tillhanda senast den 26 april 2017. Därefter kommer FI analysera svaren och kommunicera ett slutgiltigt ställningstagande på FI:s webbplats. FI kommer sedan, inom ramen för sin löpande verksamhet, att utvärdera tillämpningen vilket kan medföra nya ställningstaganden längre fram.

Enskilda värdepappersföretag och handelsplatser kommer att kunna ansöka om undantag från offentliggörande eller uppskjutet offentliggörande i samband med att Mifid 2/Mifir genomförs i svensk lag den 3 juli 2017. Om FI anser att undantag från offentliggörande före handel ska beviljas ska FI även underrätta Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma). Esma ska därefter lämna ett yttrande som fastställer om undantaget är förenligt med regelverket. FI kommer att kommunicera beslutet efter det att Esma har uttalat sig. Ansökan om att bevilja möjlighet till uppskjutet offentliggörande kommer att beslutas direkt av FI utan något förfarande med Esma. Ytterligare information om FI:s ansökningsprocess kommer att publiceras på FI:s webbplats.

Hur påverkar transparens de finansiella marknaderna?

Hög transparens är ofta positivt för de finansiella marknaderna men de studier som gjorts på området är inte entydiga. FI har i tidigare rapporter konstaterat att högre transparens leder till minskade informationsgap och därmed till ett ökat skydd för investerare. Ökad transparens kan också medföra fördelar i form av sänkta inträdesbarriärer. När förutsättningarna förbättras för marknadsaktörerna att jämföra priser sänks transaktionskostnader vilket främjar konkurrensen på marknaden.

Effekter av transparens före handel

Transparens före handel reflekterar i vilken omfattning marknadsaktörerna har kännedom om de köp- eller säljintressen (order) som förekommer i marknaden. Erfarenheter från aktiemarknaden visar att högre transparens före handel kan ha både positiva och negativa effekter på marknadens funktion.

När till exempel Toronto Stock Exchange i början på 90-talet införde ett system som offentliggjorde information om ordrar resulterade det i högre transaktionskostnader och högre volatilitet.⁸ När New York Stock Exchange under 2002 introducerade ett nytt system som tillgängliggjorde orderboksinformation för marknadsaktörer ökade istället likviditeten och prisbildningen blev effektivare.⁹ Det finns även exempel på att funktionen hos en marknad kan försämrats när transparensen sjunker. När den amerikanska elektroniska handelsplatsen Island ECB¹⁰, under 2002 slutade att offentliggöra orderboksinformation för de tre mest omsatta börshandlade fonderna i USA

⁸ Madhavan et al. (2005) studerar effekterna av att Toronto Stock Exchange införde ett system för att offentliggöra orderboksinformation. Systemet innebar högre transparens före handel.

⁹ Se Boehmer et al. (2005) och Hendershott & Jones (2005).

¹⁰ Island Electronic Communications Network

blev till exempel resultatet att transaktionskostnaderna ökade, prisjusteringar skedde långsammare och handeln avtog.¹¹

Vid en jämförelse på företagsobligationsmarknaden i USA mellan instrument som handlas både på och utanför en handelsplats samt instrument som endast handlas utanför, var likviditeten högre och transaktionskostnaden lägre i den förstnämnda kategorin. De instrument som handlades på en handelsplats omfattades av handelsplatsens transparensregler, vilket därmed innebar att marknaden fungerade bättre när transparensen var högre.¹²

Även i Korea har det påvisats ett positivt samband mellan högre transparens och en bättre fungerande aktiemarknad. När Korea Exchange i två steg, år 2000 respektive 2002, förbättrade pristransparensen, blev likviditeten högre och kortfristig volatilitet lägre. Även prisbildningen förbättrades av dessa åtgärder.¹³

Effekter av transparens efter handel

Transparens efter handel handlar om vilken information om avslut som offentliggörs efter att en transaktion har ägt rum samt när dessa uppgifter publiceras. Även transparens efter handel kan ha både positiva och negativa effekter på en marknads funktion.

Sverige har en räntemarknad som karaktäriseras av stora transaktioner och ett begränsat antal marknadsgaranter. Bland marknadsaktörerna har det funnits en oro att ökade transparenskrav skulle minska viljan att ställa priser och därmed försämra likviditeten. Marknadsgaranter och andra aktörer kan tänkas välja att avstå från en viss transaktion om de måste avslöja pris och volym eftersom de riskerar att andra aktörer utnyttjar dessa uppgifter, så kallad front running.¹⁴ Många europeiska marknadsgaranter har också indikerat att högre transparens minskar deras vilja att hålla lager för att tillhandahålla likviditet på företagsobligationsmarknaden. Under de senaste åren har marknadsgaranter på de europeiska marknaderna minskat sina positioner i statsobligationer och företagsobligationer men ökat sina positioner i säkerställda obligationer.¹⁵

Högre transparens kan å andra sidan även minska graden av informationsasymmetri mellan marknadsgaranter, eftersom tillgången till information om till exempel pris och volym förbättras. Tack vare detta kan marknadsgaranterna istället bli mer benägna att stödja marknadslikviditeten, eftersom de slipper osäkerhet kring ett instruments värde. Det kan därmed bidra till en mer funktionell marknad.¹⁶ En annan positiv effekt av transparens är att det gynnar konkurrens mellan marknadsgaranterna, vilket kan leda till lägre transaktionskostnader för andra marknadsaktörer.¹⁷

¹¹ Se Hendershott & Jones (2005).

¹² Se Chen & Zhong (2016).

¹³ Se Eom et al. (2007)

¹⁴ FI rapport: Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden, 10 mars 2016.

¹⁵ Se ESRB (2016)

¹⁶ Se Naik et al. (1999).

¹⁷ Se Hendershott & Madhavan (2015).

Det finns flera andra exempel på positiva effekter av ökad transparens efter handel. I USA, där det länge funnit transparens på olika marknader, är hög transparens bland annat förenat med högre likviditet och lägre transaktionskostnader.¹⁸

Tidigare och gällande transparenskrav

I Sverige har det sedan länge funnits vissa krav på transparens vid handel med finansiella instrument. Före Mifid 1 fanns nationella bestämmelser för börser och auktoriserade marknadsplatser om information såväl före som efter handel för alla noterade finansiella instrument. Det fanns även krav på att borsmedlemmar skulle rapportera de avslut de gjort utanför en reglerad marknad till börser.¹⁹

År 2007 infördes Mifid 1 i svensk lag. De nya reglerna om transparens omfattade information både före och efter handel men gällde bara aktier upptagna till handel på reglerade marknader. I Sverige skulle detta medföra en försämrad transparens eftersom de nya reglerna omfattade färre klasser av finansiella instrument än tidigare. Enligt Mifid 1 kunde dock medlemsstaterna besluta att tillämpa reglerna på vidare front, dvs ta med ytterligare typer av finansiella instrument. Med hänsyn till detta införde den svenska lagstiftaren mer allmänna bestämmelser i de svenska reglerna. Dessa kom att innebära att företag som driver en bors eller handelsplattform ska offentliggöra information om andra finansiella instrument än aktier ”i den utsträckning som med hänsyn till verksamhetens art och omfattning, behövs för att säkra en god genomlysning”.²⁰

Mifid-regelverket innehöll även krav på att värdepappersinstitut skulle offentliggöra information efter handel om transaktioner med aktier som skett utanför en reglerad marknad. Även i detta fall inkluderades i det svenska regelverket en motsvarande allmän skrivning som ovanstående om offentliggörande av information i andra finansiella instrument som antingen är upptagna till handel på en reglerad marknad eller som handlas på en handelsplattform.²¹

I FI:s föreskrifter förtydligas de krav som gäller den information som ska offentliggöras efter handel med en bestämmelse som omfattar alla finansiella instrument som inte är skuldebrev eller termins- och optionskontrakt för skuldebrev.²² Denna information ska offentliggöras så snart det kan ske och ska innehålla uppgifter om bland annat pris och volym.²³

¹⁸ Se bland annat Bessembinder et al. (2006) och Goldstein et al. (2007).

¹⁹ 4 kap. 3 och 4 §§ lagen (1992:543) om bors- och clearingverksamhet.

²⁰ 11 kap. 9 § och 13 kap. 9 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

²¹ 9 kap. 9 § lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

²² 7 kap. 2 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

²³ Art. 27.1.a kommissionens förordning (EG) nr 1287/2006 av den 10 augusti 2006 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG.

När det gäller aktier kan börser och handelsplattformar i vissa fall skjuta upp offentliggörandet av uppgifter om transaktioner.²⁴

I FI:s föreskrifter förtydligas även krav för transaktioner med skuldebrev (eller terminer och optionskontrakt med skuldebrev som underliggande tillgång) som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige eller handlas på en handelsplattform i Sverige. För dessa gäller att information om pris och volym efter handel ska offentliggöras senast kl. 9.00 dagen efter affärsdagen.²⁵ För alla transaktioner som utförs på en reglerad marknad eller en handelsplattform är det marknadsplatsen som är skyldig att offentliggöra information. När handel sker bilateralt over-the-counter (OTC) är det i stället värdepappersinstitutet som ska offentliggöra informationen.²⁶

När det gäller handel med obligationer har kraven på offentliggörande tillämpats i linje med föreskrifterna för stats- och säkerställda obligationer. Transaktioner i företagsobligationer har dock tidigare inte offentliggjorts och FI har valt att inte utöva tillsyn över området. Anledningen har varit att marknaden inte uppvisat den mognad som krävs för att reglerna skulle kunna tillämpas. I takt med att marknaden för företagsobligationer vuxit har det dock uppstått ett ökat behov av att offentliggöra information även för dessa instrument.²⁷ FI beslutade därför 2014 att ändra praxis efter ett remissförfarande där remissinstanserna överlag var positiva till att även företagsobligationer skulle tillämpa gällande regler. Den nya praxisen trädde i kraft den 2 februari 2015.²⁸

För att mildra eventuell negativ påverkan på marknadens funktion finns det på företagsobligationsmarknaden en möjlighet att få dispens från kravet på offentliggörande. Den gäller transaktioner som överstiger 50 miljoner kronor. Offentliggörande av transaktioner som omfattas av dispens kan skjutas upp i maximalt tio arbetsdagar. Denna möjlighet finns inte för stats- och säkerställda obligationer.

Transparens på den svenska företagsobligationsmarknaden – effekter av praxisförändringen 2015

I slutet av 2015 gjorde FI en uppföljande analys av den praxisändring som infördes i början av 2015. Den visade att den förändrade praxisen inte hade påverkat omsättning eller konkurrens negativt.²⁹

I denna promemoria kompletterar FI bilden med en analys av transaktionsaktiviteten på den svenska företagsobligationsmarknaden. Den mäts som omsättning, antal handlade obligationskontrakt samt antal

²⁴ 8 kap. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

²⁵ 7 kap. 3 och 4 §§ Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

²⁶ 7 kap. Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om verksamhet på marknadsplatser.

²⁷ FI promemoria: Ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer, 12 juni 2014.

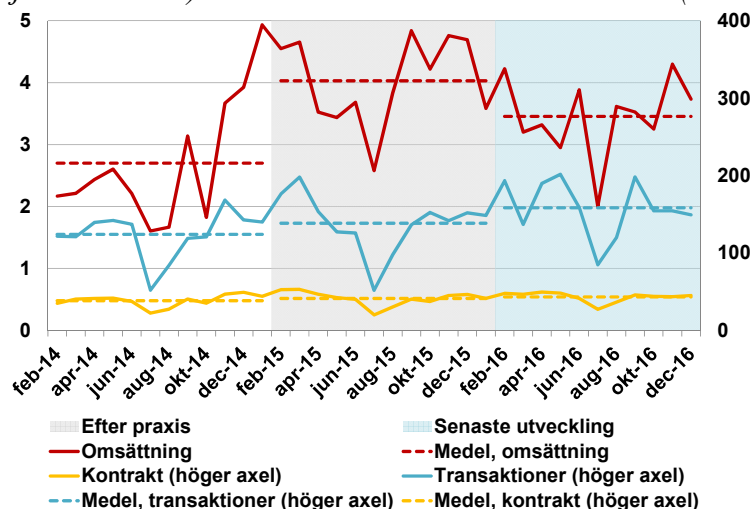
²⁸ FI promemoria: Ändrad praxis för publicering av transaktioner på marknaden för företagsobligationer, 21 oktober 2014.

²⁹ FI promemoria: Transparens på marknaden för företagsobligationer, 11 november 2015.

transaktioner. Analysen fokuserar på transaktionsaktiviteten ett år innan och ett år efter praxisändringen, det vill säga mellan februari 2014 och februari 2016. För att komplettera bilden har FI även utvärderat utvecklingen för transaktionsaktiviteten fram till december 2016. Undersökningsperioden består därför av tre delar: ett år före praxisändringen, ett år efter praxisändringen och fram tills slutet av 2016.³⁰

Resultatet av analysen visar att transaktionsaktiviteten inte har försämrats efter praxisändringen, se diagram 1. Omsättningen ökade och antal handlade obligationskontrakt samt antal transaktioner förblev i stort oförändrade. FI bedömer därför att transaktionsaktiviteten på företagsobligationsmarknaden inte har påverkats negativt av den ökade transparens som praxisändringen medfört. FI:s slutsats är därmed densamma som i tidigare uppföljning; den ändrade praxisen har inte haft någon negativ effekt på den svenska företagsobligationsmarknaden.

Diagram 1. Daglig transaktionsaktivitet för samtliga företagsobligationer (miljarder kronor) (antal)



Källa: Finansinspektionens transaktionsrapporteringsystem.

Anm: Diagrammet visar ett genomsnitt per månad av daglig transaktionsaktivitet under februari 2014 till december 2016. *Omsättning* är genomsnittlig daglig omsättning per månad. *Kontrakt* visar genomsnittlig dagligt antal aktiva obligationskontrakt per månad. En obligation anses vara aktiv om den har handlats vid minst ett tillfälle under en viss dag. *Transaktioner* beräknas som genomsnittet av dagligt antal transaktioner per månad.

Transparensregler i Mifid 2/Mifir för icke-aktierelaterade instrument

När Mifir börjar tillämpas inom EU införs tvingande transparenskrav för icke-aktierelaterade instrument. Dessa instrument inkluderar obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och derivat.

³⁰ FI mäter antal obligationer där det sker ett eller fler avslut under en affärsdag.

I kommissionens delegerade förordning 2017/583 (RTS 2)³¹ fastslås att en hög grad av transparens är nödvändig för att säkerställa att investerarna är tillräckligt informerade om handelsmöjligheter och priser i icke-aktierelaterade instrument – oberoende av om transaktionerna sker på en reglerad marknad, en multilateral handelsplattform (multilateral trading facility, MTF), organiserad handelsplattform (organised trading facility, OTF), hos en systematisk internhandlare (SI)³² eller utanför dessa faciliteter. För att inte reglerna ska skapa oavsiktliga likviditetsrisker hos framförallt enskilda marknadsgaranter finns det dock situationer där olika typer av undantag och uppskjutanden kan behövas.

Figur 1. Vilka träffas av transparenskrav?

Mifid 2-handelsplatser			OTC-handel	
Reglerad marknad	Multilateral handelsplattform (MTF-plattform)	Organiserad handelsplattform (OTF-plattform)	Systematisk internhandlare (SI)	"Ren" OTC-handel
Krav på transparens före handel				
	Krav på transparens efter handel			

Källa: Esma

Transparensreglerna för icke-aktierelaterade instrument är relativt omfattande eftersom de gäller en stor mängd olika tillgångsklasser med olika egenskaper. Samtidigt skiljer bestämmelserna på transparens före handel (orderdata) och efter handel (avslutsdata).

Transparens före handel i Mifir

Transparensreglerna enligt artikel 8 i Mifir ställer krav på att marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver en marknadsplats ska offentliggöra aktuella köp- och säljbud och orderdjup. Enligt artikel 9 har en behörig myndighet även möjlighet att bevilja undantag för

- order som är av större omfattning än normalt på marknaden (Large in scale, LIS)
- order som genom orderhanteringsfacilitet på handelsplatsen hålls dolda i avvaktan på att de senare ska visas
- genomförbara intresseanmälningar gällande RFQ-system³³ och röstbaserade handelssystem som överstiger den storlek som är specifik

³¹ Kommissionens delegerade förordning (EU) 2017/583 avseende tekniska tillsynsstandarder när det gäller krav på transparens för handelsplatser och värdepappersföretag för obligationer, strukturerade finansiella produkter, utsläppsrätter och derivat (RTS 2).

³² Värdepappersinstitut som i en organiserad, frekvent, systematisk och väsentlig omfattning handlar för egen räkning när det utför kundorder utanför en reglerad marknad eller en handelsplattform utan att utnyttja ett multilateralt system.

³³ Request-for-quote system (RFQ)

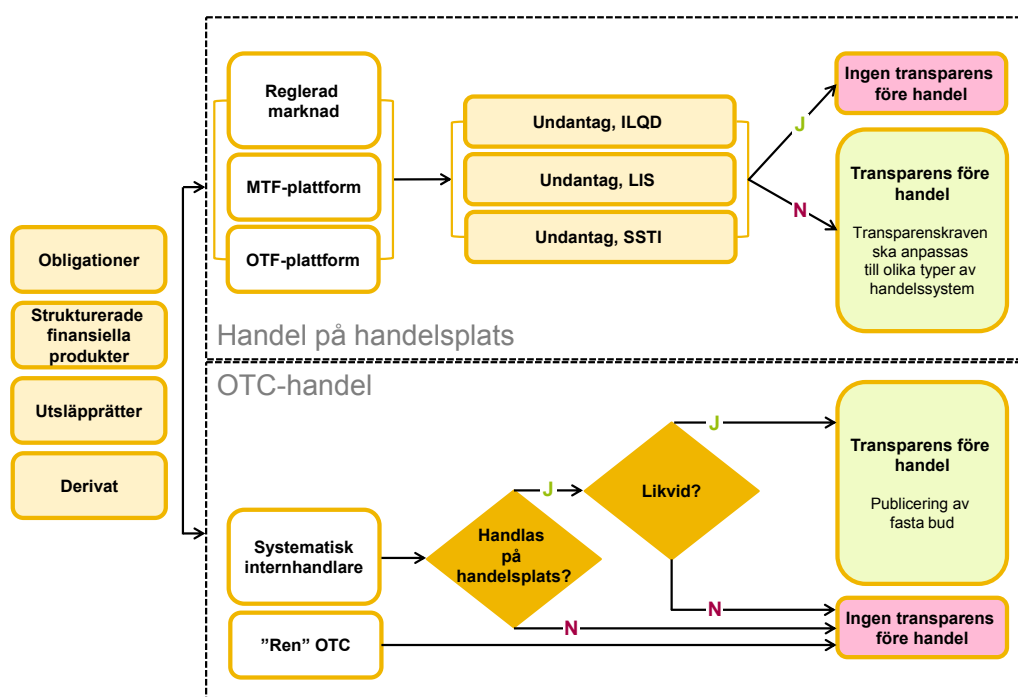
för det finansiella instrumentet (Size specific to the instrument, SSTI) och som skulle utsätta tillhandahållare av likviditet för otillbörlig risk och som tar hänsyn till huruvida de berörda marknadsaktörerna är icke-professionella eller professionella investerare

- derivat som är föremål för handelsskyldighet och andra finansiella instrument för vilka det saknas en likvid marknad (Illiquid instrument, ILQD).

Enligt artikel 18 i Mifir finns även motsvarande transparenskrav för systematiska internhandlare (SI). Dessa innebär dock att en SI ska offentliggöra fasta bud som lämnats efter begäran av en kund och efter samtycke av en SI. Kravet förutsätter att budet avser ett icke-aktierelaterat instrument för vilket det finns en likvid marknad och understiger den storlek som är specifik för det finansiella instrumentet.

För instrument som enbart handlas utanför en handelsplats (over-the-counter, OTC) finns inga krav på transparens före handel.

Figur 2. Transparensregler i Mifir före handel, icke-aktierelaterade instrument (Mifir artikel 8, 9 och 18)



Källa: Esma

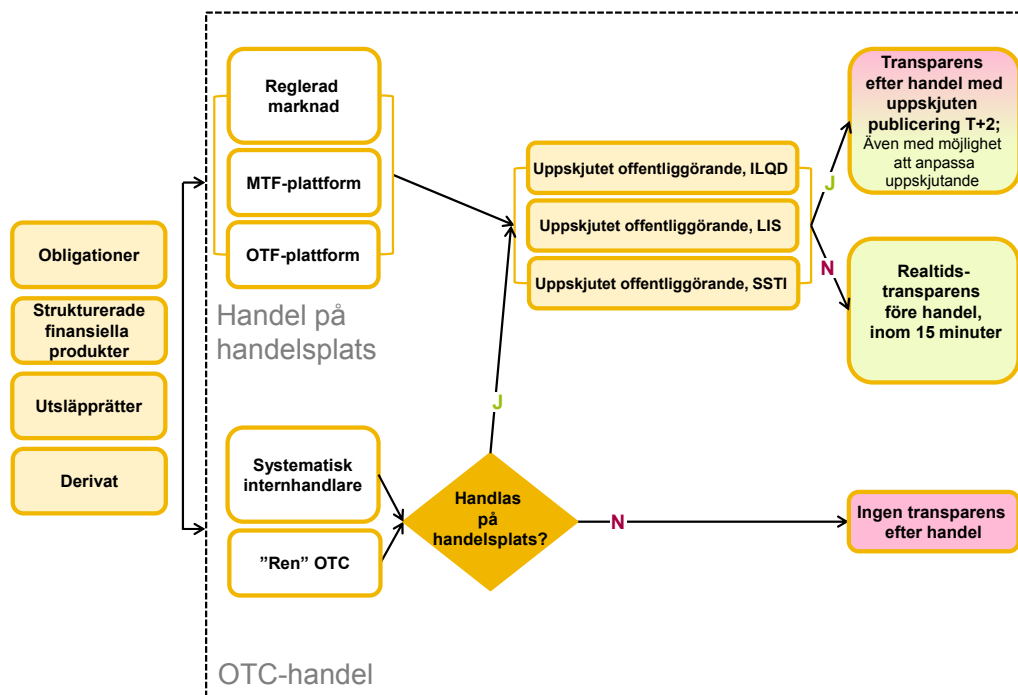
Transparens efter handel i Mifir

I likhet med vad som tidigare har gällt för aktierelaterade instrument under Mifid 1, krävs enligt artikel 10 i Mifir att marknadsoperatörer och värdepappersföretag som driver handelsplats i realtid ska offentliggöra pris, volym och tidpunkt för de transaktioner som utförts med icke-aktierelaterade instrument. Det finns även krav på offentliggörande av transaktioner som utförs utanför en handelsplats av värdepappersföretag, inklusive systematiska internhandlare (SI), enligt artikel 21 i Mifir. Enligt artikel 11 kan en behörig

myndighet även ge tillstånd för att skjuta upp offentliggörandet av en transaktion baserat på dess storlek och typ om den är

- av större omfattning än normalt på marknaden
- avser icke-aktierelaterade instrument för vilka det saknas en likvid marknad
- överstiger en storlek som är specifikt för det finansiella instrumentet.

Figur 3. Transparensregler i Mifir efter handel, icke-aktierelaterade instrument (Mifir artikel 10, 11 och 21)

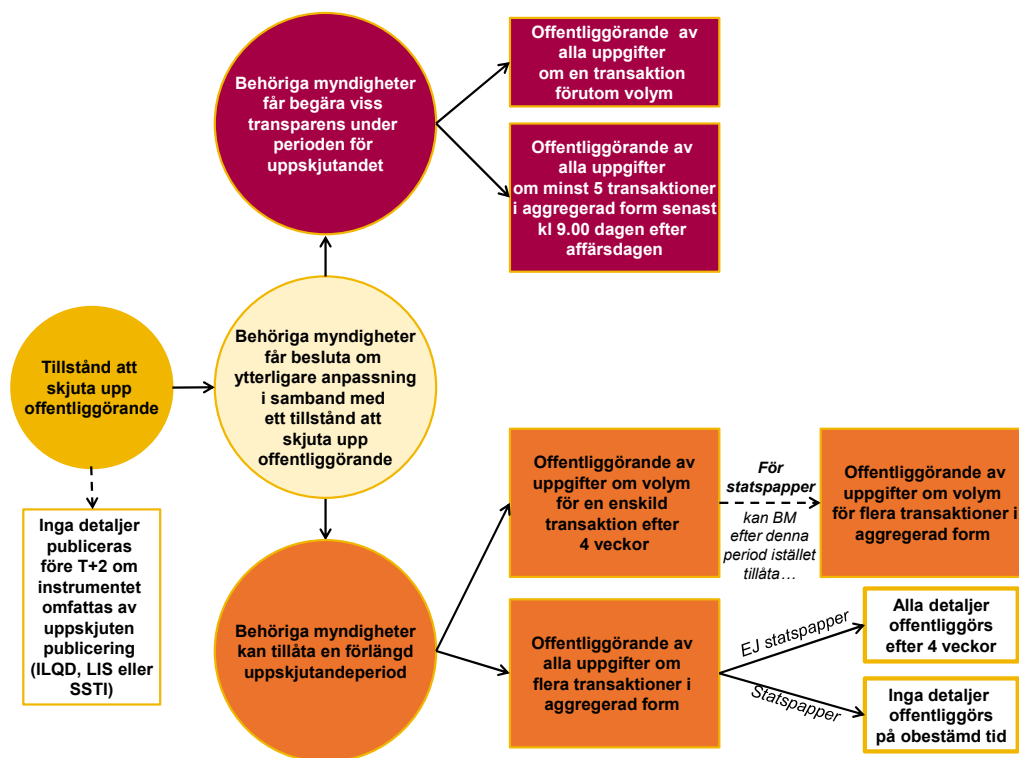


Källa: Esma

Om ett uppskjutet offentliggörande beviljas med hänvisning till att något av ovanstående kriterier uppfyllts ska transaktionen offentliggöras senast klockan 19.00 den andra arbetsdagen efter att den genomförts. Enligt artikel 11.3 och 21.4 i Mifir kan en behörig myndighet i samband med ett tillstånd att skjuta upp ett offentliggörande även

- begära att begränsade uppgifter offentliggörs om en transaktion eller uppgifter om flera transaktioner i aggregerad form, eller en kombination av dessa, under perioden för uppskjutandet
- tillåta att uppgifter om en enskild transaktions volym inte offentliggörs under en förlängd uppskjutandeperiod
- tillåta att flera transaktioner offentliggörs i aggregerad form under en förlängd eller obestämd uppskjutandeperiod (beroende på typ av instrument).

Figur 4. Behörig myndighet har flera möjligheter att anpassa beviljat uppskjutande av offentliggörande (Mifir artikel 11.3 och artikel 21.4)



Källa: Esma

Anm. Behörig myndighet (BM)

Hur påverkas transparensen på räntemarknaden av de möjliga undantagen i Mifir?

Likviditetsbedömning

För icke-aktierelaterade instrument som omfattas av transparenskrav kan behöriga myndigheter bevilja undantag eller ge tillstånd att skjuta upp offentliggörande av transaktioner i de fall instrumentet anses sakna en likvid marknad. För att kunna uppskatta hur sådana beviljade undantag skulle påverka marknadstransparensen före och efter handel på räntemarknaden har FI, med hjälp av data från FI:s transaktionsrapporteringssystem, analyserat vilka obligationer som skulle kunna klassas som likvida varje kvartal under perioden 1 januari 2014–31 december 2016. FI har genomfört analysen utifrån kvantitativa gränsvärden (bilaga 1, tabell 1.1). Analysen bygger på en studie som FI presenterade under 2016 och resultaten är ungefär desamma.³⁴ FI:s slutsats är att svenska obligationer med stor sannolikhet i hög utsträckning kommer att klassas som illikvida. Det innebär att handel i dessa instrument därmed skulle kunna omfattas av möjligheterna till undantag och uppskjutet offentliggörande.

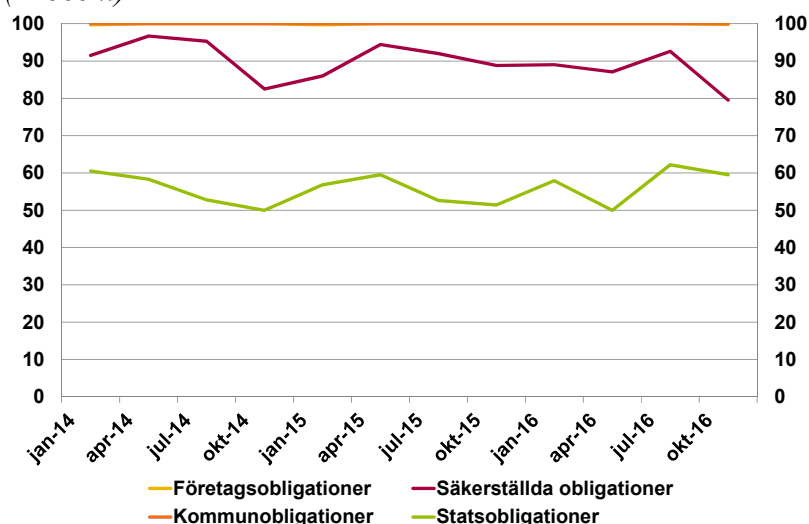
Det finns olika kvantitativa gränsvärden som måste överskridas för att en obligation ska anses vara likvid. FI har först analyserat de gränsvärden som rör transaktioner i enskilda obligationer. Metoden, som kallas för Instrument by

³⁴ FI rapport: Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden, s. 18, 10 mars 2016.

instrument approach (IBIA), innebär att en bedömning om förhållandet till gränsvärdet görs för varje enskilt instrument (bilaga 2, tabell 2.1). Denna beräkning ska göras fyra gånger per år. Enligt FI:s analys hamnar de flesta obligationer under ett gränsvärde som anger att de ska handlas 80 procent av handelsdagarna eller mer. De hamnar även under ett gränsvärde för genomsnittligt antal transaktioner per dag. Ett tredje gränsvärde, genomsnittlig omsättning per dag (över 100 000 euro), är mindre avgörande. Anledningen till att många av de svenska obligationerna beräknas vara illikvida och hamnar under gränsvärdena för antal handelsdagar och antal transaktioner är att de främst handlas OTC, där handel sker i stora volymer med ett begränsat antal transaktioner. Mindre kunder (till exempel privatpersoner) som vanligen utför ett större antal transaktioner i lägre volymer förekommer inte i någon större utsträckning på obligationsmarknaden i Sverige. Detta bidrar till att transaktionsvolymerna är stora i förhållande till antal transaktioner i samtliga obligationer.

Det gränsvärde som avser genomsnittligt antal transaktioner per dag anges på fyra nivåer. Dessa nivåer ska fasas in under en period på fyra år, vilket innebär att gränsvärdena sjunker efter hand. Det gränsvärde som används i den första fasen motsvarar 15 transaktioner per dag. Enligt FI:s analys skulle alla svenska obligationer, med undantag för statsobligationer, klassas som illikvida i fas ett (bilaga 2, tabell 3, kolumn 2). Även under fas två och tre klassas mycket få obligationer som likvida.

Diagram 2. Andel illikvida obligationer när likviditetskriteriet är fullt ut implementerat (fas 4)
(Procent)



Källa: FI:s transaktionsrapporteringssystem

Anm. Kommunobligationer motsvarar "Other Public Bonds" i RTS 2.

Den obligationsklass som innehåller flest likvida instrument är statsobligationer. Premieobligationer, som emitteras av staten, är dock till största delen illikvida och drar ner den totala andelen likvida statsobligationer (diagram 2). Företagsobligationer och kommunobligationer är nästan alla illikvida (de överlappar i diagram 2). Av de säkerställda obligationerna är det

endast en del av obligationerna som är likvida, några så kallade benchmarkobligationer.

Av analysen framgår att resultaten inte drivs av säsongeffekter, vilket innebär att antalet likvida obligationer inte varierar kraftigt mellan olika perioder. Detta tyder på att resultaten styrs av strukturella egenskaper som är specifika för den svenska obligationsmarknaden.

När obligationer tas upp för handel och det inte finns tillräckligt stora volymer för att avgöra likviditet enligt föregående metod används andra gränsvärden (bilaga 1, tabell 1.2). FI har därför genomfört analysen på emitterade volymer av enskilda obligationer under det kvartal där de tas upp till handel. Resultatet är ungefär överensstämmande med den föregående metoden; svenska obligationer hamnar i hög utsträckning under gränsvärdena och betraktas därmed som illikvida. Gränsvärdena i den här delen av analysen skiljer sig beroende på vilken obligationsklass som ett instrument tillhör. När det gäller statsobligationer klassificeras de som likvida under alla perioder som analyserats. Majoriteten av de säkerställda benchmarkobligationerna skulle klassificeras som likvida på grund av att de emitteras i större volymer än alla andra säkerställda obligationer. Nästan alla företagsobligationer och kommunobligationer klassificeras som illikvida. Marknaden för kommunobligationer är begränsad på grund av att kommunerna ofta väljer att finansiera sig genom Kommuninvest. Kommuninvest är ett kommunalägt kreditmarknadsbolag och emitterar därför företagsobligationer i stället för kommunobligationer, enligt regelverket.

För att klassificera obligationsterminer används andra likviditetskriterier än för obligationer. De gränsvärden som ska användas är en genomsnittlig omsättning som överstiger 5 000 000 euro samt ett genomsnittligt antal transaktioner per dag över 10. FI har analyserat marknaden för de obligationsterminer som är noterade på Nasdaq Stockholm för att definiera vilka terminer skulle kunna klassificeras som likvida. Resultaten tyder på att de flesta terminer inte har handlats tillräckligt ofta för att uppnå likviditetskriterierna. Det är endast några enstaka statsterminer som har varit likvida under de senaste tre åren; i princip alla terminer på säkerställda obligationer har varit illikvida. Detta speglar resultaten på obligationsmarknaden, där bara statsobligationer (och några enstaka säkerställda benchmarkobligationer) uppfyller likviditetskriterierna.

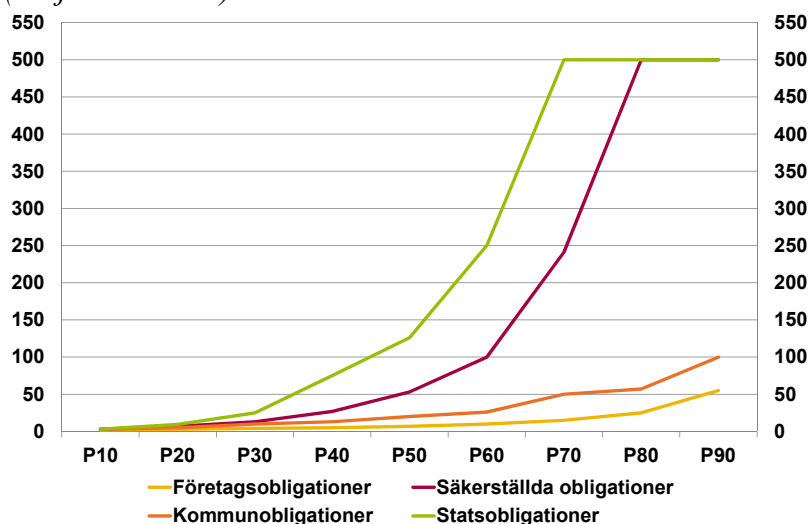
Sammanfattningsvis visar resultatet av FI:s analys att andelen obligationer och relaterade terminer som skulle klassificeras som likvida under de valda perioderna är låg och främst koncentrerad till statsobligationer och till viss del säkerställda obligationer.

Beloppsgränser

Behöriga myndigheter kan även bevilja undantag eller lämna tillstånd till att skjuta upp offentliggörande av en transaktion om den överstiger en storlek som är specifik för det finansiella instrumentet (SSTI) eller om den är av större omfattning än normalt på marknaden (LIS).

För att få en uppfattning om fördelningen av transaktionsstorlekar i svenska obligationer har FI beräknat percentiler av den transaktionsdata som rapporterades in under 2016. Resultaten presenteras i diagram 3. Esma kommer att göra en liknande analys baserad på europeisk data. Detta kommer sedan att ligga till grund för gränsvärdena för SSTI och LIS för de olika obligationsklasserna. Dessa värden kommer, när de fastställts, troligen att hamna lägre än om beräkningarna utförts enbart på svensk data. Detta beror på hur obligationsmarknaden ser ut i Sverige, där obligationer mest handlas OTC mellan institutionella investerare. Det i sin tur påverkar den genomsnittliga transaktionsstorleken (sannolikt högre än i flertalet andra länder i Europa) och antalet transaktioner (sannolikt lägre än i andra länder där det finns en välutvecklad icke-institutionell marknad).

Diagram 3. Fördelning av transaktioner (percentiler)
(Miljoner kronor)



Källa: FI:s transaktionsrapporteringssystem

Anm. Kommunobligationer motsvarar "Other Public Bonds" i RTS 2.

Exempel: Om ett gränsvärde för SSTI-nivån efter handel skulle motsvara ett gränsvärde på 5 miljoner euro (knappt 50 miljoner kronor), skulle det innebära att cirka 50 procent av inrapporterade transaktioner i säkerställda obligationer (röd linje) skulle kunna få undantag eller skjuta upp offentliggörande.

Avvecklingsbegränsningar och transaktionsmönster

Baserat på den historiska transaktionsrapporteringen till FI framgår det att marknadens aktörer rapporterar väldigt många obligationstransaktioner på 500 miljoner, se diagram 3. Det finns en begränsning i Euroclear Swedens system i den del där obligationsaffärer avvecklas. Begränsningen innebär att största möjliga affär som kan avvecklas är 500 miljoner kronor. I många fall observerar FI att det finns flera transaktioner på 500 miljoner kronor i ett instrument med samma tidsstämpel, pris och motpart. Det betyder högst sannolikt att värdepappersinstitutet har utfört en order på ett större belopp men på grund av begränsningen i Euroclear Swedens system rapporteras den som flera transaktioner i multiplar av 500 miljoner kronor.

Om de faktiska order värdepappersinstituten utför i många fall är större än 500 miljoner kronor men i transaktionsrapportering bryts upp kommer den transaktionsdata som ska ligga till grund för Esmas

beräkningar av likviditet och gränsvärden att påverkas och inte reflektera det faktiska utförandet av dessa order. Vid offentliggörande av transaktioner kan detta också eventuellt påverka marknadens bild av aktiviteten på marknaden och försvåra FI:s tillsyn.

Finansinspektionens överväganden

Generella överväganden

FI:s uppdrag är att arbeta för ett stabilt finansiellt system som präglas av ett högt förtroende med väl fungerande marknader som tillgodoser hushållens och företagens behov av finansiella tjänster samt ger ett högt konsumentskydd. En väl fungerande marknad präglas av en god marknadslikviditet. I en sådan marknad kan marknadsaktörerna snabbt omsätta betydande volymer till en låg transaktionskostnad och utan att transaktionen påverkar marknadspriset negativt. Transparens är ett verktyg för att utjämna informationsasymmetrier och även se till att tillgångar värderas och handlas till rättvisande priser. FI har tidigare verkat för en högre transparens på den svenska marknaden än vad som har krävts på europeisk nivå genom Mifid 1. Detta är därför en viktig faktor att beakta när de nya transparensreglerna i Mifir ska införas och anpassas till den svenska marknaden. FI bedömer samtidigt att en svensk anpassning av reglerna bör ta hänsyn till det grundläggande syftet med ett enhetligt EU-regelverk och att konkurrensen mellan svenska och andra medlemsländers marknadsaktörer inte snedvrids.

Överväganden om transparens före handel

Enligt Mifir har en behörig myndighet möjlighet att bevilja undantag från offentliggörande av orderinformation före handel. Om och i vilken omfattning sådana undantag ska beviljas kan anpassas efter svenska förhållanden.

Det nu gällande regelverket i Sverige saknar en motsvarighet till de krav på transparens i icke-aktierelaterade instrument före handel som kommer att införas med Mifir. FI:s granskning av effekterna på räntemarknaden visar att en stor del av de instrument som berörs kommer att omfattas av möjligheter till undantag. FI konstaterar dock att de nya kraven medför ökade förutsättningar för transparens även om möjligheterna till undantag tillämpas.

FI:s preliminära bedömning är att det skulle medföra en alltför stor omställning på marknadernas nuvarande funktionssätt om inga undantag skulle beviljas. FI föreslår därför att undantag enligt artikel 9.1 i Mifir ska beviljas när villkoren är uppfyllda.

Berörda ombeds lämna synpunkter på FI:s ställningstagande beträffande möjlighet att bevilja undantag enligt villkoren i Mifir artikel 9.1.

Överväganden om transparens efter handel

Enligt Mifir kan en behörig myndighet bevilja uppskjutet offentliggörande och därutöver besluta om ytterligare anpassning enligt artikel 11.3 i Mifir. Det

innebär att FI kan förhålla sig till tre olika möjliga tillämpningar av reglerna för offentliggörande av transaktioner.

1. Realtidstransparens, om FI inte tillåter uppskjutet offentliggörande.
2. Uppskjutet offentliggörande, om FI tillåter uppskjutet offentliggörande.
3. Uppskjutet offentliggörande med anpassning, om FI tillåter uppskjutet offentliggörande i kombination med någon av de kompletterande anpassningarna som listas i artikel 11.3 i Mifir.

Den svenska marknaden har i dag regler för offentliggörande av uppgifter om transaktioner för icke-aktierelaterade instrument, även om dessa inte är lika långtgående som huvudregeln i Mifir (artikel 10 och 21). Att inte bevilja några undantag skulle skapa en relativt omfattande förändring av marknadernas funktionsätt, särskilt på räntemarknaden. Det är för närvarande inte klart hur övriga länder i EU kommer använda undantagsmöjligheterna från huvudregeln. Det är troligt att undantag kommer beviljas antingen fullt ut eller villkorat, vilket talar för att FI bör ha ett liknande förhållningssätt för att inte frångå syftet med ett enhetligt regelverk. Det är därför FI:s uppfattning att möjlighet att tillämpa uppskjutet offentliggörande bör tillåtas om villkoren i artikel 11.1 är uppfyllda.

Berörda ombeds lämna synpunkter på FI:s ställningstagande beträffande möjlighet att tillämpa uppskjutet offentliggörande enligt villkoren i Mifir artikel 11.1.

FI anser att det är viktigt att den nuvarande transparensen på den svenska marknaden för icke-aktierelaterade instrument inte försämras med införandet av Mifir. Om FI väljer att bevilja uppskjutet offentliggörande fullt ut ska information om de transaktioner som omfattas offentliggöras senast klockan 19.00, två arbetsdagar efter transaktionsdagen. FI anser att det avviker för mycket från de nuvarande reglerna där transaktioner ska offentliggöras så snart som möjligt, eller när det gäller skuldebrev i aggregerad form före klockan 09.00 dagen efter avslut.

FI:s preliminära bedömning är att det finns möjlighet att undvika att nuvarande transparens försämras med de möjligheter till anpassning som finns i Mifir artikel 11.3. Ett alternativ är att begära offentliggörande av transaktioner med viss information, exklusive volym i närmare anslutning till affären. Dessutom finns en möjlighet att begära offentliggörande av affärer på en aggregerad nivå om ett institut genomfört fem affärer i ett instrument. FI:s avser därför preliminärt att komplettera beviljanden av uppskjutet offentliggörande med en sådan anpassning enligt Mifir artikel 11.3 a.

Berörda ombeds lämna synpunkter på FI:s ställningstagande att komplettera beviljande av uppskjutet offentliggörande med anpassad, tidigare lagd information enligt villkoren i Mifir artikel 11.3 a.

FI kan även bevilja att tidpunkten för uppskjutet offentliggörande förlängs enligt Mifir artikel 11.3 b-d. FI har dock inte i denna analys kunnat identifiera några skäl som motiverar en sådan anpassning.

Berörda ombeds lämna synpunkter på FI:s ställningstagande att inte tillämpa möjlighet till förlängning enligt Mifir artikel 11.3 b-d.

Referenser

Bessembinder, H., Maxwell, W., och Venkataraman, K. (2006) “Market transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds” *Journal of Financial Economics* 82, 251–288.

Boehmer, E., Saar, G., och Yu, L. (2005). “Lifting the Veil: An Analysis of Pre-Trade Transparency at the NYSE” *Journal of Finance* 60, 783–815.

Chen, F., och Zhong, Z. (2016) “Pre-trade transparency in over-the-counter bond markets” *Pacific-Basin Finance Journal*.

Eom, K.S., Ok, J., och Park, J-H. (2007) . “Pre-trade transparency and market quality” *Journal of Financial Markets* 10, 319–341.

European Systemic Risk Board (ESRB) .(2016). “Market liquidity and market-making”

Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S., och Sirri, E. R. (2007). “Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment in Corporate Bonds” *Review of Financial Studies* 20, 235–273.

Hendershott, T., och Jones, C. M. (2005). “Island Goes Dark: Transparency, Fragmentation, and Regulation” *Review of Financial Studies* 18, 743–793.

Hendershott, T., och Madhavan, A. (2015) “Click or call? Auction versus Search in the Over-the-Counter Market” *Journal of Finance* 70, 419–447.

Madhavan, A., Porter, D., och Weaver, D. (2005). “Should Securities Markets be Transparent?” *Journal of Financial Markets* 8: 265–87.

Naik, N. Y., Neuberger, A., och Viswanathan, S. (1999) “Trade Disclosure Regulation in Markets with Negotiated Trades” *Review of Financial Studies* 12, 873–900.

Bilaga 1

Tabeller kopplade till den tekniska standard (RTS 2) som beskriver metoderna för att beräkna avser icke-aktierelaterade instrument för vilka det saknas en likvid marknad (ILQD).

Obligationer

Tabell 1.1 Likviditetskriterier (RTS 2, table 2.1)

Bonds (all bond types except ETCs and ETNs) - classes not having a liquid market Asset class - Bonds (all bond types except ETCs and ETNs)					
Each individual financial instrument shall be determined not to have a liquid market as per Articles 6 and 8(1)(b) if it does not meet one or all of the following thresholds of the quantitative liquidity criteria on a cumulative basis					
Average daily notional amount [quantitative liquidity criteria 1]	Average daily number of trades [quantitative liquidity criteria 2]				Percentage of days traded over the period considered [quantitative liquidity criteria 3]
EUR 100 000	S1	S2	S3	S4	80 %
	15	10	7	2	

Tabell 1.2 Likviditetskriterier (RTS 2, table 2.2)

Bonds (all bond types except ETCs and ETNs) – classes not having a liquid market			
Asset class – Bonds (all bond types except ETCs and ETNs)			
Each individual bond shall be determined not to have a liquid market as per Article 13(18) if it is characterised by a specific combination of bond type and issuance size as specified in each row of the table.			
Bond Type		Issuance size	
Sovereign Bond	means a bond issued by a sovereign issuer which is either: (a) the Union; (b) a Member State including a government department, an agency or a special purpose vehicle of a Member State; (c) a sovereign entity which is not listed under points (a) and (b).	smaller than €	1,000,000,000
Other Public Bond	means a bond issued by any of the following public issuers: (a) in the case of a federal Member State, a member of that federation; (b) a special purpose vehicle for several Member States; (c) an international financial institution established by two or more Member States which have the purpose of mobilising funding and providing financial assistance to the benefit of its members that are experiencing or are threatened by severe financial problems; (d) the European Investment Bank; (e) a public entity which is not an issuer of a sovereign bond as specified in the previous row.	smaller than €	500,000,000
Convertible Bond	means an instrument consisting of a bond or a securitised debt instrument with an embedded derivative, such as an option to buy the underlying equity	smaller than €	500,000,000
Covered Bond	means bonds as referred to in Article 52(4) of Directive 2009/65/EC	during stages S1 and S2	during stages S3 and S4
smaller than €	1,000,000,000	smaller than €	500,000,000
Corporate Bond	means a bond that is issued by a Societas Europaea established in accordance with Regulation (EC) n° 2157/2001 or a type of company listed in Article 1 of Directive 2009/101/EC or equivalent in third countries	during stages S1 and S2	during stages S3 and S4
smaller than €	1,000,000,000	smaller than €	500,000,000
Bond Type		For the purpose of the determination of the financial instruments considered not to have a liquid market as per Article 13(18), the following methodology shall be applied	
Other Bond		A bond that does not belong to any of the above bond types is considered not to have a liquid market	

Bilaga 2

Tabell 2.1 Antal obligationer som klassificeras som likvida enligt likviditetskriterier baserade på transaktioner (RTS 2, table 2.1.)

type	period	Total nr bonds	Liquid Bonds	% illiquid	Turnover > 100€	> 80% trading dates	> 2 avg trades/day [S4]	> 7 avg trades/day [S3]	> 10 avg trades/day [S2]	> 15 avg trades/day [S1]
Corporate	2014:01	286	1	99.7%	127	1	7	0	0	0
	2014:02	276	0	100.0%	121	0	3	0	0	0
	2014:03	279	0	100.0%	79	0	2	0	0	0
	2014:04	320	0	100.0%	115	0	7	1	0	0
	2015:01	351	1	99.7%	123	2	11	1	0	0
	2015:02	363	0	100.0%	132	1	10	0	0	0
	2015:03	340	0	100.0%	92	1	6	0	0	0
	2015:04	365	0	100.0%	132	0	6	1	0	0
Covered	2015:01	369	0	100.0%	137	0	11	1	1	1
	2015:02	387	0	100.0%	143	0	16	0	0	0
	2015:03	362	0	100.0%	114	0	12	0	0	0
	2015:04	406	1	99.8%	154	1	14	0	0	0
	2014:01	82	7	91.5%	68	7	25	1	0	0
	2014:02	91	3	96.7%	80	3	22	0	0	0
	2014:03	86	4	95.3%	74	4	20	0	0	0
	2014:04	108	18	82.5%	87	18	25	2	0	0
Municipal	2015:01	107	15	86.0%	89	15	21	0	0	0
	2015:02	90	5	94.4%	70	5	21	1	0	0
	2015:03	88	7	92.0%	69	7	23	1	0	0
	2015:04	98	11	88.8%	75	11	22	1	0	0
	2016:01	91	10	89.0%	77	10	27	1	0	0
	2016:02	98	12	87.1%	75	12	31	1	0	0
	2016:03	81	6	92.6%	60	6	23	0	0	0
	2016:04	88	18	79.5%	69	18	25	2	0	0
Sovereign	2014:01	23	0	100.0%	8	0	0	0	0	0
	2014:02	30	0	100.0%	11	0	0	0	0	0
	2014:03	21	0	100.0%	7	0	0	0	0	0
	2014:04	51	0	100.0%	21	0	0	0	0	0
	2015:01	50	0	100.0%	22	0	0	0	0	0
	2015:02	49	0	100.0%	17	0	0	0	0	0
	2015:03	43	0	100.0%	10	0	0	0	0	0
	2015:04	42	0	100.0%	9	0	0	0	0	0
	2016:01	46	0	100.0%	16	0	0	0	0	0
	2016:02	33	0	100.0%	8	0	0	0	0	0
	2016:03	28	0	100.0%	8	0	0	0	0	0
	2016:04	38	0	100.0%	10	0	0	0	0	0
	2014:01	38	15	60.5%	22	26	37	25	20	14
	2014:02	36	15	58.3%	20	28	36	27	21	16
	2014:03	36	17	52.8%	20	28	36	25	19	12
	2014:04	34	17	50.0%	20	30	34	27	22	14
	2015:01	37	16	56.8%	21	25	37	23	15	12
	2015:02	37	15	59.5%	23	25	37	23	18	13
	2015:03	38	18	52.6%	22	27	36	26	18	11
	2015:04	35	17	51.4%	21	29	35	23	21	12
	2016:01	38	16	57.9%	22	21	35	23	16	10
	2016:02	38	19	50.0%	22	30	35	23	21	9
	2016:03	37	14	62.2%	21	20	33	11	8	5
	2016:04	37	15	59.5%	21	22	32	15	7	6

Källa: FI

Anm: Obligationer klassificeras enligt definitioner i RTS 2, tabell 2.2., där "Municipal" motsvarar "Other Public Bond". Antalet likvida obligationer beräknas enligt fullimplementerade likviditetskriterier (S4), dvs minst 2 transaktioner / dag i snitt.

Tabell 2.2 Antal nylistade obligationer som klassificeras som likvida enligt likviditetskriterier specificerade i RTS 2, table 2.2

type	period	Total nr bonds	Liquid S1-S2	Liquid S3-S4	% illiquid S1-S2	% illiquid S3-S4
Corporate	201401	61	1	1	98,4%	98,4%
	201402	75	0	0	100,0%	100,0%
	201403	52	0	1	100,0%	98,1%
	201404	91	1	1	98,9%	98,9%
	201501	65	0	0	100,0%	100,0%
	201502	65	1	1	98,5%	98,5%
	201503	45	0	0	100,0%	100,0%
	201504	52	0	0	100,0%	100,0%
	201601	30	1	1	96,7%	96,7%
	201602	72	0	0	100,0%	100,0%
	201603	57	0	0	100,0%	100,0%
	201604	66	0	0	100,0%	100,0%
Covered	201401	16	3	4	81,3%	75,0%
	201402	8	3	4	62,5%	50,0%
	201403	10	1	1	90,0%	90,0%
	201404	9	2	2	77,8%	77,8%
	201501	10	3	3	70,0%	70,0%
	201502	13	3	5	76,9%	61,5%
	201503	7	3	6	57,1%	14,3%
	201504	12	3	5	75,0%	58,3%
	201601	13	3	4	76,9%	69,2%
	201602	6	2	3	66,7%	50,0%
	201603	3	0	1	100,0%	66,7%
	201604	6	1	1	83,3%	83,3%
Municipal	201401	25	0	0	100,0%	100,0%
	201402	28	0	0	100,0%	100,0%
	201403	15	0	0	100,0%	100,0%
	201404	31	0	0	100,0%	100,0%
	201501	20	1	1	95,0%	95,0%
	201502	29	0	0	100,0%	100,0%
	201503	11	0	0	100,0%	100,0%
	201504	19	0	0	100,0%	100,0%
	201601	11	0	0	100,0%	100,0%
	201602	16	0	0	100,0%	100,0%
	201603	11	0	0	100,0%	100,0%
	201604	17	0	0	100,0%	100,0%
Sovereign	201401	17	17	17	0,0%	0,0%
	201402	6	4	4	33,3%	33,3%
	201403	9	9	9	0,0%	0,0%
	201404	13	11	11	15,4%	15,4%
	201501	10	6	6	40,0%	40,0%
	201502	14	12	12	14,3%	14,3%
	201503	8	6	6	25,0%	25,0%
	201504	8	6	6	25,0%	25,0%
	201601	12	10	10	16,7%	16,7%
	201602	10	8	8	20,0%	20,0%
	201603	9	9	9	0,0%	0,0%
	201604	5	5	5	0,0%	0,0%

Källa: FI

Anm: Obligationer klassificeras enligt definitioner i RTS 2, tabell 2.2., där "Municipal" motsvarar "Other Public Bond". Antalet likvida obligationer beräknas enligt likviditetskriterier för nylistade obligationer specificerade i RTS 2, table 2.2