



Datum 2015-11-11

FI Dnr 15-1310

**Finansinspektionen**  
Box 7821  
SE-103 97 Stockholm  
[Brunnsgatan 3]  
Tel +46 8 787 80 00  
Fax +46 8 24 13 35  
finansinspektionen@fi.se  
www.fi.se

## **Transparens på marknaden för företagsobligationer**

### **Sammanfattning**

Finansinspektionen (FI) har utvärderat den praxisändring som syftar till att öka graden av transparens på marknaden för företagsobligationer och som trädde i kraft den 2 februari 2015. Slutsatserna presenteras i denna promemoria.

En slutsats är att omsättningen på marknaden för företagsobligationer inte har påverkats negativt av den ökade transparensen. Den har inte heller påverkat konkurrensen negativt. Marknadens aktörer är också i stor utsträckning positiva till praxisändringen. Sammantaget finner FI inga skäl att förändra varken villkoren eller förutsättningarna för dispens i reglerna för publicering av transaktioner i företagsobligationer.

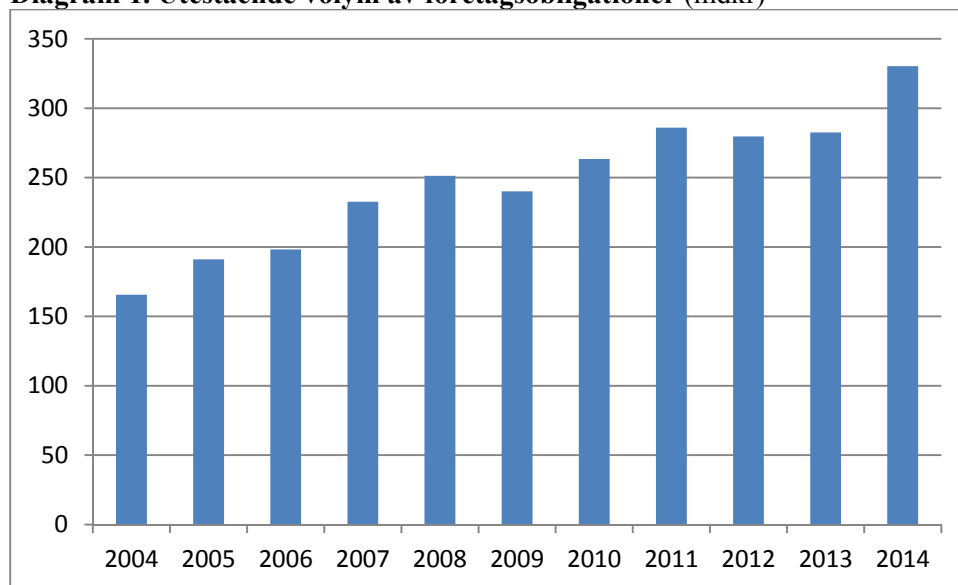
De viktigaste skälen till praxisändringen var en ökad efterfrågan på transparens från marknadens aktörer samt de senaste årens utveckling på marknaden för företagsobligationer med fler emittenter och större utestående belopp. FI har ett ansvar för att de finansiella marknader fungerar väl och transparens är en av många viktiga delar som bidrar till detta.

## Marknaden för företagsobligationer

Den svenska marknaden för företagsobligationer har under de senaste åren vuxit, såväl när det gäller antal emittenter som utestående belopp. Även investeringar i företagsobligationsfonder har ökat. Utvecklingen beror till stor del på omvärldsfaktorer där bland annat det globala lågränteklimatet har lockat investerare till mer högvastande och riskfyllda tillgångar.

Under de senaste tio åren har antalet emittenter på den svenska marknaden ökat från drygt 10 till närmare 60 samtidigt som emissionsvolymerna ökat kraftigt.<sup>1</sup> Denna ökning speglas även i det utestående nominella beloppet av företagsobligationer vilket dubblerats under de senaste tio åren, se diagram 1.

**Diagram 1. Utestående volym av företagsobligationer (mdkr)**



Anm. Utgivna av svenska icke-finansiella och övriga företag.

Källa: SCB

Företagsobligationsmarknadens utveckling i Sverige följer de senaste årens internationella trend. I takt med att intresset har ökat har också behovet av öppenhet och transparens på denna marknad ökat. FI har därför sett ett behov av att öka transparensen.

Vid internationella jämförelser framgår att de länder som infört ökad transparens, som till exempel Norge och USA, har väl fungerande marknader.

## Praxisändringen

Utgångspunkten för praxisändringen har varit att offentliggöra av information ska ske i enlighet med Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2007:17) om marknadsplatser (marknadsplatsföreskrifterna). Enligt 7 kap. 4 § marknadsplatsföreskrifterna ska information om transaktioner med skuldebrev samt

<sup>1</sup> Riksbankens Ekonomiska kommentar, nr 7 2014

termins- och optionskontrakt avseende skuldebrev offentliggörs. Publiceringskraven gäller för värdepappersinstitut, dvs. värdepappersbolag och svenska kreditinstitut som har tillstånd att driva värdepappersrörelse och utländska företag som driver värdepappersrörelse från filial i Sverige. I korthet innebär föreskrifterna att information om volym och priser för alla avslut ska publiceras på aggregerad nivå innan kl. 9.00 nästkommande handelsdag.

Beslutet om praxisändringen föregicks av ett remissförfarande. Remissinstanserna var överlag positiva. De som var emot förslaget kommenterade framför allt eventuella negativa effekter på likviditeten i marknaden. För att mildra eventuell negativ påverkan på marknads funktion har därför FI beviljat värdepappersinstitut dispens från publiceringskraven enligt 7 kap. 5 § marknadsplatsföreskrifterna. Enligt praxisändringen gäller detta om storleken på transaktionen överstiger 50 miljoner kronor. Publicering av transaktioner som omfattas av dispens kan skjutas upp i maximalt tio arbetsdagar, men målsättningen är att publicering ska ske så snart värdepappersinstitutet hanterat risken som transaktionen medför. De dispenser som beviljats är tidsbegränsade och gäller per kalenderår.

### **Kort om nya regler för marknaden, Mifir**

Det nya Mifid-regelverket som består av direktivet och förordningen om marknaden för finansiella instrument (Mifid 2 respektive Mifir) träder i kraft den 3 januari 2017 och kommer att medföra ökade transparenskrav på hela räntemarknaden. Därmed finns det fördelar med att redan nu införa en ökad transparens på marknaden för företagsobligationer eftersom förändringen förbereder marknaden på det kommande europeiska regelverket.

Mifid 2 och Mifir kommer att innebära en generellt ökad transparens med offentliggörande av både order och transaktionsinformation. Reglerna för systematiska internhandlare (SI)<sup>2</sup> kommer att gälla även icke aktielikande instrument som obligationer och derivat och kraven blir mer långtgående än under Mifid. Undantag till transparenskraven kommer kunna ges av nationella tillsynsmyndigheter och undantagen ”Large in Scale” (LIS)<sup>3</sup> och ”Size Specific to the Instrument” (SSTI)<sup>4</sup> liknar i flera avseenden den dispens som kan erhållas enligt den nya praxisen för företagsobligationer.<sup>5</sup>

### **Analysen i korthet**

Syftet med denna analys är att utvärdera om marknads funktion har påverkats av den nya praxisen. Till grund för bedömningen ligger en kvantitativ analys som utgår både från FI:s transaktionsdata och den offentliga data som värdepappersinstitutet publicerat perioden efter praxisändringen.

---

<sup>2</sup> En systematisk internhandlare är ett värdepappersföretag som på ett organiserat, frekvent, systematiskt och omfattande sätt handlar för egen räkning när den utför kundorder utanför en reglerad marknad eller MTF- eller OTF-plattform.

<sup>3</sup> Transaktion som är större än normalt på marknaden.

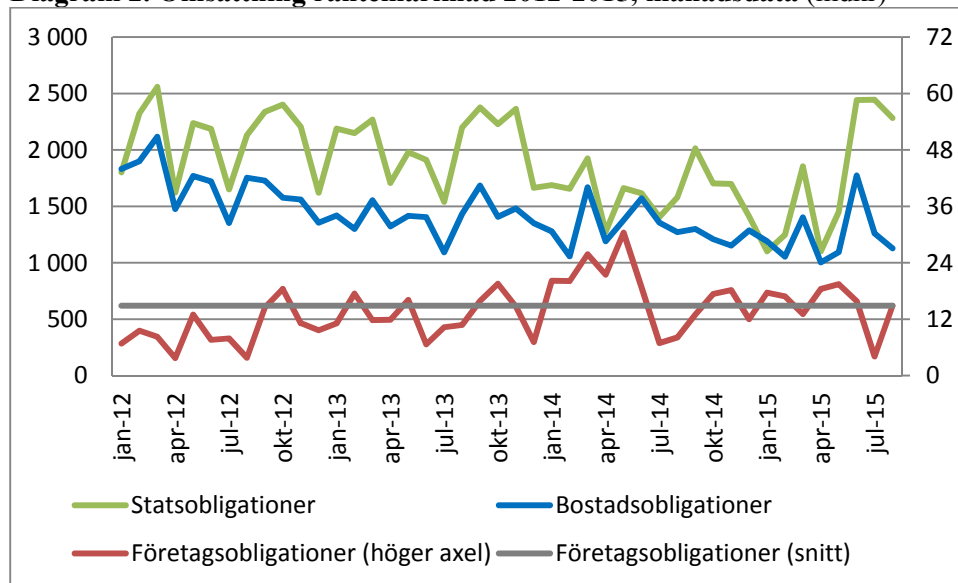
<sup>4</sup> Transaktion som överstiger en storlek som är specifik för ett instrument.

<sup>5</sup> Dispens kan erhållas av ett värdepappersinstitut med tillstånd för handel för egen räkning. Men eftersom möjlighet ges att genom överenskommelse kunna välja vem som ska publicera transaktionen innebär det i princip att alla transaktioner över 50 miljoner kronor omfattas av dispensen. Detta gör att rådande dispens kan likställas med undantaget för LIS snarare än SSTI.

### Likviditet

Omsättningen på marknaden för företagsobligationer har varit relativt stabil under de senaste åren, medan omsättningen i stats- och bostadsobligationer har minskat. Orsakerna till utvecklingen för stats- och bostadsobligationer ligger utanför denna analys, men verkar delvis kunna förklaras av regulatoriska förändringar som påverkat bankernas vilja att delta på marknaden för egen räkning. Det kan även vara så att lågräntemiljön har gjort det relativt sett dyrt att omsätta obligationer.

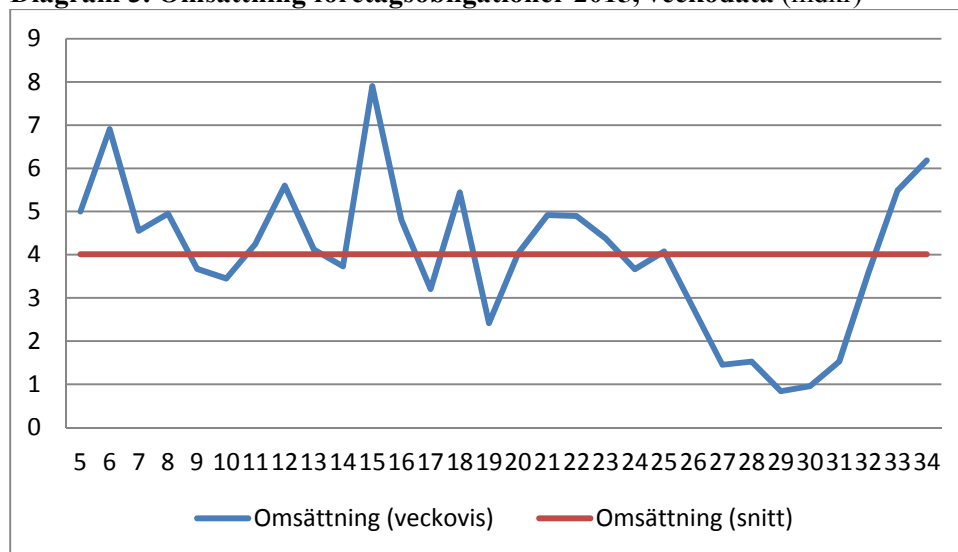
**Diagram 2. Omsättning räntemarknad 2012-2015, månadsdata (mdkr)**



Källa: Riksbanken

Enligt diagram 2, som visar Riksbankens statistik över omsättning i obligationer, ligger omsättningen i företagsobligationer något lägre än i de andra segmenten, dock uppvisas inte samma nedåtgående trend. På månadsbasis ligger omsättningen i företagsobligationer i snitt på 18,4 miljarder kronor (juli månad exkluderad).

**Diagram 3. Omsättning företagsobligationer 2015, veckodata (mdkr)**



Källa: FI:s sammanställning av publicerade transaktionsdata

Diagram 3 visar att omsättningen i företagsobligationer har varit relativt stabil efter praxisändringen. Säsongsmonster visar på en lägre aktivitet under sommaren och framför allt under juli månad. Resultaten visar också att den genomsnittliga omsättningen för de publicerade transaktionerna avvek med cirka 10 procent från det approximativa långsiktiga snittet som beräknats på FI:s transaktionsdata. Denna avvikelse förklaras till stor del av den låga omsättningen under sommarmånaden. Sammanfattningsvis finns inga starka belägg för att den ökade transparensen skulle ha haft en negativ påverkan på omsättningen i svenska företagsobligationer.

### ***Konkurrens***

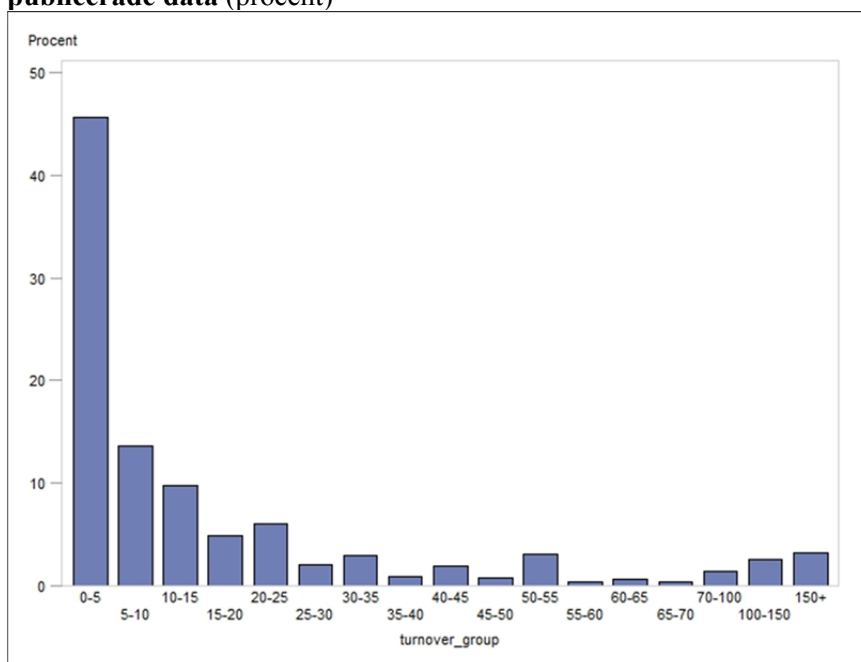
Innan praxisändringen genomfördes framfördes en oro för att konkurrensförhållandena mellan inhemska och utländska aktörer skulle komma att påverkas eftersom praxisändringen inte skulle gälla alla företag verksamma på den svenska marknaden.

I utvärderingen har bland annat marknadsandelarna för företagsobligationer listade på Nasdaq undersöks för perioden den 2 februari till 31 augusti 2014 och 2015. De aktörer som utgör drygt 98 procent av omsättningen under perioderna har jämförts och resultaten visar att de aktörer som omfattas av praxisändringen eller frivilligt valt att följa regelverket snarare ökade sin marknadsandel sedan den nya praxisen infördes. Framför allt de fem största aktörerna har ökat sina marknadsandelar, från 81,9 procent till 84,3 procent mellan perioderna. Detta tyder på att transparensen inte skapat någon negativ konkurrenssituation på den svenska marknaden för företagsobligationer.

### ***Omsättningsfördelning***

Diagram 4 visar den procentuella fördelningen över publicerade transaktioner med olika volym under perioden februari till augusti 2015. Fördelningen visar att en stor del, omkring 70 procent, av transaktionerna sker i spannet 0 till 15 miljoner kronor.

**Diagram 4. Fördelning över transaktioner med olika volym, publicerad data (procent)**



Källa: FI:s sammanställning av publicerade transaktionsdata

Sedan praxisändringen var den andel transaktioner där den publicerande rapportören utnyttjade dispensrätten 9,4 procent och dessa utgjorde cirka 58 procent av den totala publicerade volymen under perioden. Detta innebär att cirka 42 procent av den totala omsättningen är genomlyst, vilket är något högre än de 34 procent som FI publicerade i en analys i samband med remissen i juni 2014. Dessa resultat stämmer även när samma studie görs på FI:s transaktionsdata för perioden. Med FI:s transaktionsdata har även en uppskattning gjorts med förutsättningarna för undantag enligt de föreslagna europeiska reglerna i tekniska standarder till Mifir. Utifrån svenska data för perioden 2012 till 2015 skulle nivån för undantaget LIS motsvara 50 miljoner kronor för de företagsobligationer som är noterade hos Nasdaq.<sup>6</sup>

Sammantaget är resultaten i analysen jämförbara med den analys som gjordes i samband med remissen och tyder på att den nuvarande nivån för dispenser är rimlig.

### **Intryck från marknaden**

Det samlade intrycket från möten och samtal med marknadens aktörer, såväl sälj- och köpsida som emittenter, är att effekterna av transparensreglerna hittills haft liten påverkan på marknadens funktion. Alla tillfrågade ansåg att likviditeten sjunkit den senaste tiden och att omsättningen under sommarmånaderna detta år varit extremt låg. Merparten anser att det inte är de nya reglerna, utan andra faktorer som ligger bakom minskningen. Den sämre likviditeten upplevs inte bara på företagsobligationsmarknaden utan i alla segment av obligationsmarknaden.

Genomgående anser de tillfrågade att transparensinformationen används i relativt liten utsträckning av investerare och marknadsgaranter. Möjliga förklaringar är avsaknad av en samlad och lättöverskådlig plattform för transaktionsinformation samt att transparensen ännu är så pass ny att få tänker på att använda den. Ett segment som lyfts fram där transparensen kan ha haft en viss negativ påverkan är delar av high-yield-marknaden där emissionsstorlekarna är mindre. Då transaktioner över 50 miljoner kronor är ovanliga i detta segment fanns en efterfrågan av en lägre dispensnivå.

I svaren på remissen skiljde sig uppfattningen om praxisändringen mellan säljsidan, som var mer negativt inställd, och köpsidan och emittenter, som var mer positiva. Denna uppdelning kvarstår, men är inte lika tydlig. Några av de tillfrågade som tidigare haft en negativ inställning till praxisändringen har intagit en mer positiv hållning till den publicerade informationen.

### **Resultat utvärdering**

Det är ännu för tidigt att dra några långtgående slutsatser av praxisändringen. En första utvärdering indikerar att ökad öppenhet på företagsobligationsmarknaden inte

---

<sup>6</sup> Resultaten speglar förhållandena på den svenska marknaden. Denna analys är dock ett hypotetiskt resonemang. Under kommande regelverk ska dataunderlag för hela EU att användas, resultaten kommer därför att se annorlunda ut.

påverkat marknaden på ett sådant sätt att det finns skäl att justera nivån eller tiden för uppskjuten publicering för dispenser.

En sammantagen bedömning ger skäl för att behålla nuvarande praxis oförändrad. FI fortsätter att löpande följa marknads utveckling.