

Datum 2017-06-16

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

## **Överväganden och remissvar om anpassning av transparensregler enligt Mifid 2/Mifir**

### **Sammanfattning**

Finansinspektionen (FI) publicerade den 11 april 2017 en remisspromemoria med förslag på anpassning till de nya transparensregler för icke aktierelaterade finansiella instrument som kommer att införas i samband med det nya europeiska regelverket: direktivet och förordningen om marknader finansiella instrument (Mifid 2/Mifir).

FI anser att transparens är ett verktyg för att uppnå mer effektiva och väl fungerande marknader. Väl fungerande marknader bidrar i sin tur till finansiell stabilitet och ett högt konsumentskydd. Även remissinstanserna är överens om att transparens är viktigt för att uppnå effektiva och väl fungerande marknader.

Alla remissinstanser antingen tillstyrker eller har inget att invända mot FI:s ställningstagande att bevilja undantag från offentliggörande före handel samt att bevilja uppskjutet offentliggörande efter handel. FI kommer därför att bevilja undantag från att offentliggöra information före handel, om villkoren i Mifir är uppfyllda. FI kommer även att bevilja uppskjutet offentliggörande av uppgifter om transaktioner till kl. 19.00 den andra dagen efter den dag då transaktionen ägde rum, förutsatt att villkoren är uppfyllda.

Ett antal remissinstanser avstyrker FI:s ställningstagande att komplettera beviljande av ett uppskjutet offentliggörande med anpassad, tidigarelagd information. Andra remissinstanser framhåller dock vikten av att nuvarande transparens inte försämras, vilket även FI anser är angeläget. För att bibehålla rådande nivå av transparens kommer FI därför att begära att ett beviljat uppskjutet offentliggörande kombineras med att transaktioner offentliggörs i aggregerad form i de fall då minst fem transaktioner utförs samma dag i ett instrument. Denna information ska offentliggöras senast kl. 9.00 dagen efter affärsdagen.

FI:s preliminära ställningstagande att inte tillämpa möjligheten att ytterligare förlänga tidpunkten för uppskjutet offentliggörande avstyrks av flera remissinstanser. FI anser dock att nuvarande nivå av transparens skulle försämras om en förlängd uppskjutandeperiod av fyra veckor eller mer skulle

tillåtas regelmässigt. FI kommer därför inte att automatiskt bevilja möjligheten till förlängt uppskjutande men öppnar för att bevilja sådana undantag under vissa förutsättningar. Ett villkor för detta är att den sammantagna transparensen inte försämras jämfört med nuläget. FI kommer fortlöpande att utvärdera tillämpningen av det anpassade regelverket och kan komma att ompröva sitt ställningstagande om förutsättningarna förändras.

## **Bakgrund**

Med införandet av ett nytt europeiskt regelverk, direktivet och förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifid 2/ Mifir), 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. Med anledning av detta publicerade FI den 11 april 2017 en remisspromemoria med preliminära bedömningar av möjligheterna att bevilja antingen undantag från offentliggörande eller uppskjutet offentliggörande för icke aktierelaterade instrument. Flera aktörer på värdepappersmarknaden har utnyttjat möjligheten att lämna synpunkter på remisspromemorian.

## **Generella synpunkter**

### ***Preliminära generella överväganden enligt remisspromemorian***

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 en transaktion 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.

### ***Remissinstansernas generella synpunkter***

Remissinstanserna är överens om att transparens är viktigt för att uppnå effektiva och väl fungerande finansiella marknader. De flesta anser dock att det är viktigt att utforma krav på offentliggörande på ett sådant sätt att likviditeten inte riskerar att försämrars. Några remissinstanser anser att FI bör undvika att införa regler som leder till sämre transparens än i dag. En remissinstans anser att inga undantag till huvudregeln på sikt bör tillåtas alls.

Några remissinstanser framför att FI bör ta hänsyn till särdrag i olika tillgångsklasser eftersom olika marknader skiljer sig åt och fyller olika behov. Flera remissinstanser anser även att det är viktigt med en harmonisering av reglerna inom EU för att inte riskera att konkurrensen snedvrids.

Två remissinstanser saknar en närmare analys av konsekvenserna för marknaderna till följd av de nya reglerna och olika alternativ till tillämpning.

Utöver det som är relaterat till remisspromemorian framför en remissinstans även en önskan om en reglering som säkerställer en regelbunden och harmoniserad publicering av emissionsvolymerna.

### ***FI:s generella synpunkter***

FI angav i remisspromemorian generella överväganden att transparens är ett verktyg för att uppnå mer effektiva och väl fungerande marknader. Väl fungerande marknader bidrar i sin tur till finansiell stabilitet och ett högt konsumentskydd. De vetenskapliga studier som remisspromemorian redogör för bekräftar bilden av att transparens är övervägande positivt för marknadens funktionssätt. FI:s egen utvärdering av praxisförändringen på företagsobligationsmarknaden tyder inte heller på någon negativ effekt av utökad transparens.

När FI verkar för väl fungerande marknader är det framförallt vissa finansiella marknader som måste fungera för att det finansiella systemet ska kunna utföra sina centrala uppgifter. De marknader som FI betecknar som systemviktiga är ränte- och valutamarknaderna – framförallt de marknader som finansiella företag kontinuerligt använder för hantering av likviditet, finansiering och risker. På andrahandsmarknaden för statsobligationer och säkerställda obligationer finns kontraherade marknadsgaranter som åtagit sig att främja prisbildning och understödja likviditeten. FI:s bedömning är att dessa marknader fungerar förhållandevis väl i dagsläget. Målet bör därför vara att, utifrån de valmöjligheter som medges i Mifir, bevara den nuvarande graden av transparens på dessa marknader. Även när det gäller företagsobligationer är det FI:s uppfattning att transparensen inte bör försämrats jämfört med nuläget.

Huvudregeln i Mifir är full och omedelbar transparens för alla icke aktierelaterade instrument. FI:s granskning av effekterna på räntemarknaden visar dock att en stor del av de instrument som berörs kommer att omfattas av möjligheter till undantag samt uppskjutet offentliggörande.

Enligt de krav på transparens som råder i dag i Sverige omfattas handel avseende transaktioner med finansiella instrument som är upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige eller som handlas på en handelsplattform i Sverige. En skillnad i Mifir är att svenska företag som handlar utanför en handelsplats ska förhålla sig till svensk tillämpning av transparensregleringen i all handel med ett visst tillgångslag, oavsett var instrumentet är upptaget och var handeln äger rum. Svenska företag som är verksamma på andra marknader

än den svenska kan därför komma att omfattas av andra krav på offentliggörande jämfört med andra aktörer som är aktiva på samma marknad.<sup>1</sup>

## **Transparens före handel**

### ***Preliminära överväganden om transparens före handel enligt remisspromemorian***

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 samtidigt att de nya kraven medför bättre 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.

### ***Remissinstansernas synpunkter***

Samtliga remissinstanser tillstyrker eller har inget att invända mot FI:s ställningstagande. Två remissinstanser lyfter även fram att FI bör bevilja undantag enligt artikel 18.2 i Mifir. Det skulle innebära att systematiska internhandlare (SI) som har gått med på att ställa pris i icke aktieliknande illikvida instrument kan befrias från skyldigheten att informera kunder om aktuella bud.

### ***FI:s ställningstagande om transparens före handel***

Det har inte framkommit några skäl till att ompröva FI:s preliminära ställningstagande att bevilja undantag enligt artikel 9.1 i Mifir. FI anser även att det bör finnas möjlighet till undantag enligt artikel 18.2 i Mifir. FI avser därför att medge sådan tillämpning om villkoren är uppfyllda<sup>2</sup>. FI förbehåller sig rätten att ompröva dessa beslut om det skulle finnas skäl till det.

---

<sup>1</sup> Hemlandets regler gäller gränsöverskridande verksamhet. Det föreligger för närvarande en tolkningsdiskussion i vilken mån en filial i annat EU-land ska tillämpa värdlandets transparensregler.

<sup>2</sup> Undantaget medges om villkor enligt Mifir artikel 9.1 är uppfyllda.

## Transparens efter handel

### *Preliminära överväganden om transparens efter handel enligt remisspromemorian*

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 troliga är att undantag kommer att beviljas, antingen fullt ut eller villkorat. Det 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 möjligheterna att tillämpa uppskjutet offentliggörande bör tillåtas om villkoren i artikel 11.1 är uppfyllda.

### *Remissinstansernas synpunkter*

Alla remissinstanser tillstyrker eller har inget att invända mot FI:s ställningstagande.

En remissinstans anser att FI bör tillämpa reglerna på ett annat sätt än vad som framgår av Mifir artikel 11.1, med bland annat olika klockslag för när transaktionerna senast ska publiceras samt att en order som ska bedömas vara av större omfattning än normalt på marknaden bör uppgå till ett värde om minst 100 miljoner kronor.

### *FI:s ställningstagande om transparens efter handel*

FI anser inte att det har framkommit några skäl att ompröva det preliminära ställningstagandet att bevilja undantag enligt huvudregeln i artikel 11.1 i Mifir. FI förbehåller sig rätten att ompröva detta beslut om det skulle finnas skäl till det.

## Kompletterande krav

### *Preliminära överväganden om kompletterande krav enligt remisspromemorian*

FI anser att det är viktigt att den nuvarande nivån av transparens 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 9.00 dagen efter avslut.

FI:s preliminära bedömning är att det finns möjlighet att undvika att den transparens som i dag råder 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 företag 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.

### *Remissinstansernas synpunkter*

Några remissinstanser tillstyrker FI:s ställningstagande och framhåller bland annat vikten av att nuvarande grad av transparens inte försämras. Några remissinstanser har inget att invända.

Flera remissinstanser avstyrker FI:s ställningstagande. De anser bland annat att ett offentliggörande av pris inom 15 minuter från transaktionstillfället skulle kunna röja information som kan skada marknadsgaranter samt att marknadsgaranterna inte får tillräcklig tid för att kunna stänga stora och illikvida positioner. Remissinstanserna har även ifrågasatt om det är praktiskt möjligt att kombinera möjligheten att publicera enskilda transaktioner inom 15 minuter (utan volym) och att publicera aggregerad information. Skälet till detta är att förutsättningarna för det senare alternativet (antalet genomförda transaktioner) inte är känt vid tidpunkten för det förstnämnda.

En remissinstans anser att det är mycket viktigt att avgöra om värdlands- eller hemlandsprincipen gäller när reglerna ska tillämpas.

### *FI:s ställningstagande om transparens efter handel kompletterat med begäran att om ytterligare information ska tidigareläggas*

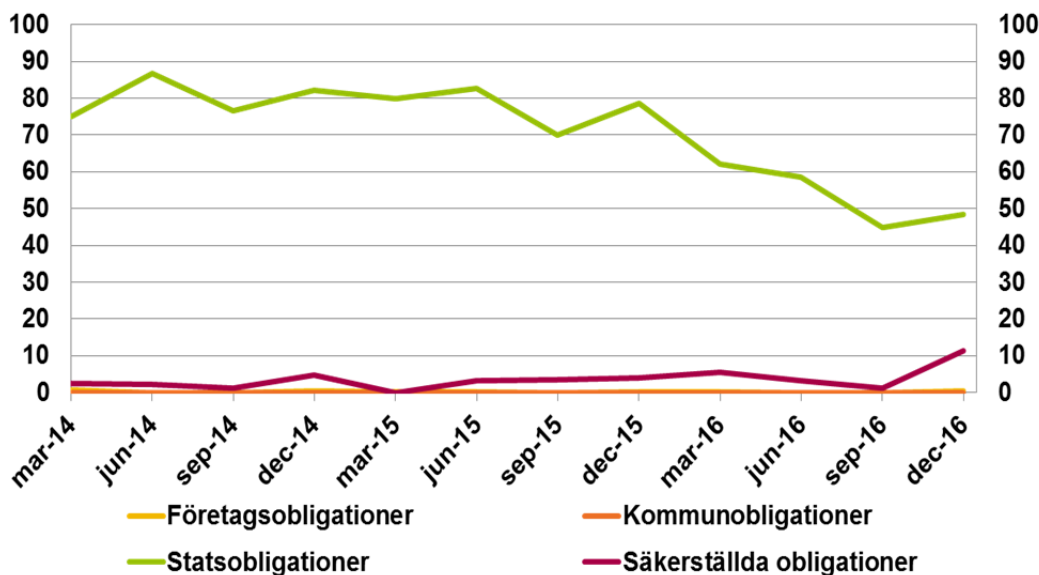
De remissinstanser som avstyrker FI:s ställningstagande har utgått ifrån att offentliggörande av uppgifter om en transaktion med undantag för uppgifter som avser volym (enligt artikel 11.1 a) i) RTS 2) ska ske inom 15 minuter efter att en transaktion genomförts. De menar att detta, i kombination med att offentliggörande av minst fem transaktioner i aggregerad form skulle offentliggöras klockan 9.00 dagen efter, inte skulle vara praktiskt möjligt. FI

anser att det råder oklarheter kring när information med undantag för volym ska offentliggöras. FI anser, i likhet med remissinstanserna, att det inte är praktiskt möjligt att kombinera de olika tidigareläggandena om offentliggörandena ska göras vid olika tidpunkter.

FI, tillsammans med några remissinstanser, anser att det är av stor vikt att den transparens som råder i dag i Sverige inte försämras. Transparens leder till att tillgångar värderas och handlas till rättvisande priser och bidrar därmed till effektiva marknader. FI kommer därför att bevilja uppskjutet offentliggörande i kombination med kompletterande krav att tidigarelägga offentliggörande av information om minst fem transaktioner i aggregerad form<sup>3</sup>. Detta för att hålla sig så nära dagens regelverk som möjligt.

Diagram 1: Andel obligationer med i genomsnitt 5 eller fler transaktioner per dag.

(Procent)



Källa: FI:s transaktionsrapporteringssystem

Anm: Statsobligationer inkluderar även premieobligationer. Kommunobligationer motsvarar "Other Public bonds" i RTS 2.

FI konstaterar att ovanstående tillämpning troligen kommer att försämra dagens nivå av transparens. Det beror på att färre transaktioner kommer att offentliggöras i aggregerad form än tidigare i och med kravet på det minsta antal transaktioner som ska ingå. Möjligen kan detta kompenseras av att alla detaljer om enskilda transaktioner ska offentliggöras klockan 19.00 två arbetsdagar efter transaktionsdagen. FI avser att utvärdera och följa upp den föreslagna tillämpningen och kommer bland annat att ta ställning till om offentliggörande av uppgifter om en transaktion, med undantag för uppgifter som avser volym, bör tidigareläggas även i de fall där det sker färre än fem

<sup>3</sup> Aggregeringen sker på ISIN-nivå och kan därför omfatta aggregerad information från flera rapporterade företag.



transaktioner. En sådan tillämpning bör dock förutsätta att informationen om enskilda transaktioner kan publiceras klockan 9.00 dagen efter att transaktionen har genomförts.

## **Ytterligare uppskjutande av viss information**

### ***Preliminära överväganden om ytterligare uppskjutande enligt remisspromemorian***

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.

### ***Remissinstansernas synpunkter***

Några remissinstanser tillstyrker FI:s ställningstagande. En remissinstans anser dock att det är viktigt att FI övervakar marknaden så att till exempel inte likviditeten försämras.

Flera remissinstanser avstyrker FI:s ställningstagande. De anser att marknadsgaranterna behöver längre tid för att hantera sina risker när det gäller mycket stora volymer och vissa typer av illikvida värdepapper.

Remissinstanserna anser även att FI bör bevilja möjlighet till förlängt uppskjutande för att undvika att konkurrensen snedvrids och för att främja en harmoniserad tillämpning av regelverket inom EU.

### ***FI:s ställningstagande om kompletterat beviljande av uppskjutet offentliggörande***

De remissinstanser som avstyrker FI:s ställningstagande anser att det skulle snedvrیدا konkurrensen till nackdel för svenska aktörer och marknader om FI väljer att tillämpa hårdare krav än andra EU-länder. FCA i Storbritannien har nyligen publicerat sin avsikt att bevilja alla undantag samt att bevilja uppskjutet offentliggörande och förlängt uppskjutande om villkoren är uppfyllda.

Redan i dag tillämpar Sverige dock mer långtgående krav på transparens än flera andra länder. Det finns inga tecken som tyder på att svenska aktörer har en konkurrensnackdel i förhållande till andra länder på grund av det. När transparensen förbättrades på den svenska marknaden för företagsobligationer ökade istället marknadsandelarna för de marknadsaktörer som omfattades av förändringen.<sup>4</sup> När Mifir börjar tillämpas med utökad harmonisering av regler och det bland annat införs mer effektiva krav på bästa utförande (best execution) är det dock möjligt att det kommer att förändra konkurrensförutsättningarna jämfört med hur det tidigare varit. FI kommer därför att fortsätta följa utvecklingen.

Huvudregeln i Mifir är att information efter handel ska offentliggöras så nära realtid som det är tekniskt möjligt. Flera remissinstanser anser att

---

<sup>4</sup> FI promemoria: Transparens på marknaden för företagsobligationer, 11 november 2015.



marknadsgaranter behöver mer tid för att hantera sina risker. Ett tillstånd att skjuta upp offentliggörandet av uppgifter till klockan 19.00 den andra arbetsdagen efter den dag då transaktionen ägde rum (med viss tidigarelagd information) anser FI i normalfallet bör räcka för att hantera risk. FI anser att nuvarande nivå av transparens riskerar att försämrats om en förlängd uppskjutandeperiod på fyra veckor eller mer skulle tillåtas. FI kommer därför inte automatiskt att bevilja möjlighet till förlängt uppskjutande.

I de fall där den sammantagna transparensen, givet FI:s övriga ställningstaganden ovan, ändå bedöms bli tillfredställande kan FI överväga att bevilja förlängt uppskjutande av viss information. FI kommer i dessa fall att ta ställning till om den nuvarande nivån av transparens kan bevaras även med ett sådant beviljande. FI konstaterar till exempel i remisspromemorian att andelen obligationer och relaterade terminer som kan komma att klassificeras som likvida är låg. Det handlar främst också om statsobligationer och, till viss del, säkerställda obligationer. För likvida obligationer kommer affärer som understiger de tröskelvärden (SSTI och LIS)<sup>5</sup> som gäller för uppskjutet offentliggörande att publiceras inom 15 minuter efter avslut och på så sätt bidra till transparens. För framförallt statsobligationer, och i viss mån säkerställda obligationer, är det också mer troligt att antalet transaktioner kan komma att uppgå till fem eller fler per dag och därmed leda till publicering av aggregerad volym dagen efter affärsdagen.

FI ser därför att det främst är statsobligationer och säkerställda obligationer som kan komma i åtnjutande av ett ytterligare uppskjutande av viss information utan att nivån av transparens blir lidande.

Det är av stor vikt för FI att följa utvecklingen på marknaderna för att upptäcka om de nya reglerna enligt Mifir och tillämpningen av uppskjutet offentliggörande skulle leda till förändrade handelsmönster. FI kommer att förbehålla sig rätten att ompröva eventuella beslut om det skulle finnas skäl till det.

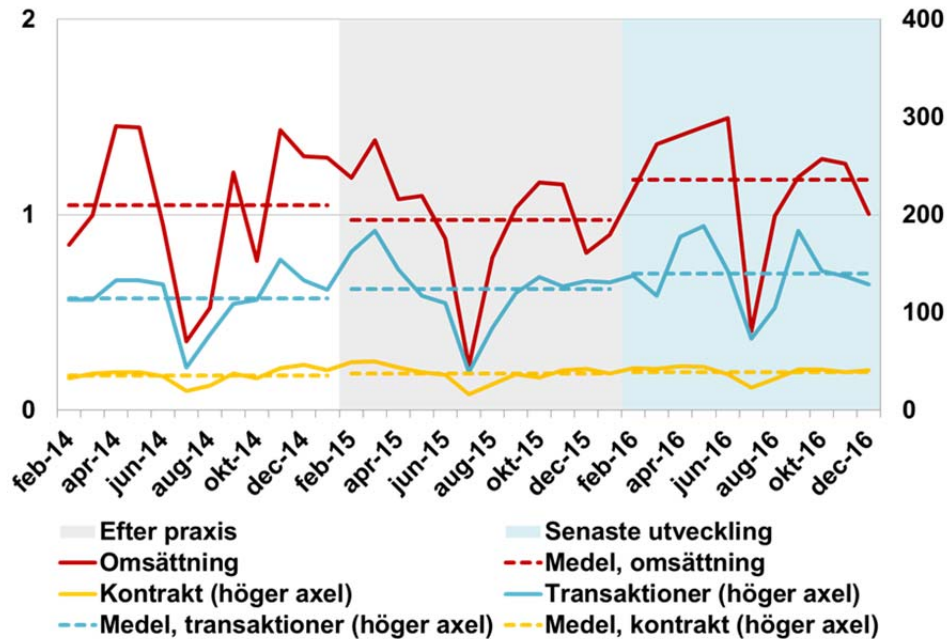
---

<sup>5</sup> En transaktion som överstiger en storlek som är specifik för det finansiella instrumentet (SSTI) eller om är av större omfattning än normalt på marknaden (LIS).

## Bilaga 1

En remissinstans påpekar ett metodfel i FI:s utvärdering av praxisförändringen på företagsobligationsmarknaden. Även efter att ha korrekterat för detta kvarstår FI:s slutsatser, se uppdaterade resultat i diagram 1.

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



Källa: Finansinspektionens transaktionsrapporteringssystem.

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.