

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

2014-08-29

Fondhandlareföreningens synpunkter på Finansinspektionens PM rörande ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer (FI Dnr 14-8178)

Svenska Fondhandlareföreningen ("föreningen")¹ välkomnar tillfället att yttra sig över Finansinspektionens ("FI") promemoria rörande ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer.

Föreningen stödjer i sig ökad genomlysning av transaktioner i företagsobligationer och välkomnar också möjligheten till uppskjuten rapporteringen av handel i större transaktioner. Vi delar dock inte FI:s uppfattning om var gränsen för dispensmöjlighet ska gå eftersom vi inte tycker att FI:s förslag i tillräckligt hög utsträckning tar hänsyn till den väldigt differentierade svenska företagsobligationsmarknaden. Vi befarar att den av FI föreslagna regleringen kan komma att få negativa konsekvenser för likviditeten och marknads effektivitet till förfång för placerarna och, indirekt, emittenterna.

Sammanfattning

Våra viktigaste synpunkter:

- FI bör avvakta MiFID 2 istället för att nu införa en tillfällig nationell reglering som ändå helt kommer att omkullkastas tämligen snart. Det är förenat med kostnader och kanske framförallt risker att införa två olika regelverk på så kort tid. Dessutom befarar vi att regleringen kan komma att påverka konkurrensen på marknaden negativt eftersom den inte föreslås gälla för utländska aktörer och att den endast kommer omfatta obligationer listade i Sverige, dvs. endast hälften av den svenska företagobligationsmarknaden.
- Föreningen är kritisk till förslaget att tillämpa samma tröskelvärde för dispens om 50 mSEK för hela den svenska företagsobligationsmarknaden utan att göra åtskillnad beträffande emissionsvolym och/eller kreditvärdighet. Framförallt befarar vi att förslaget kommer att leda till oönskad marknadspåverkan och minskad likviditet för mindre obligationslån i det s.k. non Investment Grade segment.² Om FI anser att en och samma regel ska gälla för hela företagsobligationsmarknaden bör tröskelnivån sänkas till 10 mSEK och dessutom kombineras med en gräns avseende 2.5 % av

¹ Detta remissvar har utarbetats av Svenska Fondhandlareföreningens Kreditobligationsgrupp och har även tillställts Penningmarknadsrådet för synpunkter.

² Med "non Investment Grade segmentet" menas obligationer som har en rating BB + eller sämre.

utestående volym. Alternativt bör FI ta fram väl anpassade dispensregler för olika segment av marknaden.

- För att undvika att FI:s nya praxis skapar oro på marknaderna är det föreningens rekommendation att kraven, precis som i USA, genomförs stegvis. Föreningen tycker det vore lämpligt att i ett första steg enbart utvidga praxis till den mest likvida delen av marknaden, dvs. till obligationslån med en total emissionsstorlek som uppgår till eller överstiger 1 miljard SEK.

Allmänt om den svenska företagsobligationsmarknaden och sambandet mellan genomlysning och likviditet

Den svenska företagsobligationsmarknaden är en liten marknad med få investerare som relativt sällan omsätter sina innehav. Det finns därmed inte förutsättningar för en rent orderdriven handel. Istället är såväl investerare som emittenter beroende av att det finns marknadsgaranter som är villiga att utföra kundorder mot sin egen balansräkning. Genom detta system kan investerarna vara trygga i vetskapen att de kan gå ur sin investering när de vill - trots att det inte finns någon annan "riktig köpare" på andra sidan. Den likviditet som marknadsgaranterna skapar får positiva effekter också för emittenterna på primärmarknaden vars obligationer blir mer attraktiva att placera i, dvs. det blir enklare och billigare för dem att låna upp pengar (räntan blir lägre).

När en marknadsgarant ingår en transaktion med kund mot egen balansräkning uppstår marknadsrisk och kreditrisk som marknadsgaranten måste få tid på sig att hantera, t.ex. genom att hitta motsatt intresse i marknaden (dvs. en köpare till obligationerna) eller genom hedgingåtgärder (t.ex. med hjälp av derivat). Ju större transaktionerna är eller ju mer kreditrisk obligationen har, desto större risk tar marknadsgaranten i egen balansräkning och desto viktigare blir det för marknadsgaranten att kunna neutralisera sina positioner. Men detta kan ta tid, särskilt på en liten marknad som den svenska. Riskhanteringen skulle försvåras om marknadsgaranten tvingas visa övriga aktörer på marknaden vilka positioner man tagit. Av detta skäl innebär ökade genomlysningskrav att en marknadsgarant blir mindre benägen att ställa sin balansräkning till marknadens förfogande, vilket i sin tur får negativa effekter på likviditeten och företagets upplåningsmöjligheter. I empiriska studier från USA är det också tydligt att omsättningen har påverkats negativt av ökade genomlysningskrav framförallt för obligationer med sämre kreditkvalité.³

Det är viktigt att understryka att på en så liten marknad som den svenska, som dessutom ligger i ett eget valutaområde, är varje transaktion som marknadsgaranten ingår relativt sett bärare av större risk än en transaktion av motsvarande storlek på en större marknad. Där få aktörer är aktiva är det nämligen enklare att räkna ut vem som sitter på vilken position. I kombination med mycket låg transaktionsfrekvens och i praktiken fullständig avsaknad av möjlighet att hedga kreditrisk gör detta att svenska marknadsgaranter är särskilt känsliga för realtidspublisering av information om de transaktioner som ingås på företagsobligationsmarknaden. Detta är en viktig skillnad jämfört med marknader i större

³ The Effects of Mandatory Transparency in Financial Market Design: Evidence from the Corporate Bond Market, Paul Asquith Thomas R. Covert Parag A. Pathak2, September 4, 2013, <http://economics.mit.edu/files/9018>

euroländer och i USA där såväl antalet investerare som antalet marknadsgaranter är betydligt fler.

En annan viktig aspekt att notera i sammanhanget är att aggregerad publicering, som ju är huvudregeln i 7 kap. 3 § FFFS 2007:17 och som fungerar mycket väl för stats- och bostadsobligationsmarknaden, inte skulle fungera på samma sätt för den betydligt mer illikvida företagsobligationsmarknaden. Om det under en affärsdag enbart har skett en enda transaktion i en viss företagsobligation - vilket är väldigt vanligt - så innebär en sådan regel i praktiken samma sak som ett krav på publicering av all information rörande den enskilda transaktionen. Aggregerad publicering erbjuder därmed inte marknadsgaranterna tillräckligt med skydd vid handel i illikvida företagsobligationer.

Föreningen har noterat att i den publika debatten förs ofta diskussioner om behovet av ökad genomlysning på företagsobligationsmarknaden utan närmare koppling till vilka effekter sådana krav kan komma att få på likviditeten. Diskussionerna förs utifrån ett "allt annat lika – perspektiv" dvs. man är positiv till ökad transparens under förutsättning att likviditeten inte försämras. Vi vill därför redan inledningsvis göra klart att enligt vår uppfattning kommer en ändrad praxis från FI avseende genomlysning innebära att marknadsgaranterna ändrar sitt beteende för att kompensera sig för den ökade risken som publicering innebär. Exakt hur och i vilken omfattning som beteendena ändras är dock självklart beroende av hur regleringen i slutändan utformas och av institutens affärsmässiga beslut. Eftersom den svenska marknaden är så differentierad avseende kreditvärdighet, nominella volymer och typer av låntagare förväntar vi oss att effekterna på likviditet och marknadseffektivitet kommer att skilja sig åt beroende på vilket segment vi tittar på.

De negativa effekter som kan uppkomma av ökad transparens bör självfallet vägas mot den nytta som finansiella institut, emittenter och delar av investerarkollektivet kan få. I denna avvägning vill vi dock be FI att notera att det kan finnas skillnader mellan hur de professionella och icke-professionella investerarna agerar och att de kan ha olika prioriteringar. Vi vill också erinra om att idag visar marknadsgaranterna indikativa priser på över 1000 ISIN-koder för alla investerare som har tillgång till Bloomberg eller Reuters. Behovet av ökad genomlysning torde därmed vara störst för icke professionella kunder som inte har tillgång till dessa system.

Föreningen vill mot ovanstående bakgrund understryka att FI i samband med utvecklande av sin nya praxis bör ta en försiktig approach, med beaktande av både instituts, investerares och emittenters behov av en likvid marknad samt marknadens struktur.⁴ Om FI landar fel i sin bedömning av lämpliga trösklar för dispens etc. är det långtifrån säkert att det enkelt och snabbt går att bygga upp ett lika effektivt system igen eftersom det tar tid att återvinna marknadsgaranternas och investerarnas förtroende.⁵ Det är därför av yttersta vikt att inspektionen gör en mycket noggrann konsekvensanalys av förslagen - i nära dialog med branschen. En sådan analys bör innehålla både alternativet att helt avvakta de genomlysningsregler som ju ändå kommer genom MiFID 2 och alternativet att stegvis genomföra ny tillfällig svensk praxis på området.

⁴Se MiFIR skäl 16.

⁵ Denna aspekt diskuteras i SOU 2014:8 i förhållande till statspappersmarknaden men är enligt vår mening lika relevant för företagsobligationsmarknaden.

Avvakta MiFID 2

Två regelverk på två år skapar osäkerhet och risker i marknaden

Föreningen anser att tidpunkten för införande av ny praxis på området är illa vald. På europeisk nivå pågår just nu ett intensivt arbete inom ramen för MiFID 2 med att ta fram nya genomlysningsregler för obligationsmarknaden. Dessa harmoniserade regler kommer att träda ikraft den 3 januari 2017, dvs. endast två år efter att FI avser börja tillämpa sin nya praxis. Enligt föreningens uppfattning är det därför lämpligt och önskvärt att FI avvaktar MiFID 2 istället för att nu införa en temporär nationell reglering.

MiFID 2-reglerna kommer i formen av en förordning, vilket betyder att de blir direkt tillämpliga i Sverige. I samband därmed kommer FI:s föreskrifter, med tillhörande praxis, i praktiken att upphöra gälla. Det vore högst olyckligt om marknaden först tvingas anpassa sig till ett regelverk för att sedan övergå till ett helt annat efter så kort tid. Två betydande regelförändringar på två år riskerar skapa osäkerhet i marknaderna och ger även upphov till icke önskvärda operativa risker samt ökade kostnader.⁶

Dessutom, med tanke på att den svenska företagsobligationsmarknaden under så pass lång tid har fungerat utan några genomlysningskrav alls, har föreningen svårt att se att situationen skulle vara så akut att det inte går att vänta ett litet tag till - särskilt med beaktande av de risker som det kan innebära för marknads likviditet och funktion t.ex. om tröskelnivån för dispens blir olämplig. Den tillväxt som skett de senaste åren på den svenska företagsobligationsmarknaden är enligt föreningen ett tydligt tecken på att marknaden fungerar tillfredställande.⁷

Nationell reglering får negativa effekter på konkurrensen

Som föreningen uppfattar PM är tanken att den ändrade praxisen enbart ska gälla för svenska värdepappersinstitut och de som bedriver verksamhet från filial. En utländsk bank som ställer priser i svenska företagsobligationer skulle däremot inte omfattas av de nya genomlysningskraven vilket skulle betyda att dessa aktörer kan agera på helt andra villkor än de svenska. Ju högre tröskel FI sätter för dispens, desto större negativ påverkan kan denna ojämlika konkurrenssituation komma att få.

FI bör även beakta risken för kringgående. En kund som inte vill att affärerna ska synas i marknaden kan enligt förslaget helt enkelt vända sig till utländska marknadsgaranter när de vill göra affärer och då undgå de svenska genomlysningskraven. Ett regelverk som innebär sådana tydliga skillnader för utländska värdepappersinstitut, skapar enligt föreningens uppfattning inte förutsättningar för en väl fungerande svensk företagsobligationsmarknad. Samma regler bör gälla för alla!

⁶ Det bör t.ex. noteras att i ESMA:s konsultation till nivå 2-åtgärder (ESMA Discussion Paper ESMA/2014/548) föreslås att uppskjuten publicering ska vara möjligt för alla illikvida instrument, dvs. helt oberoende av transaktionsstorlek.

⁷ FI:s PM återges följande statistik från SCB: under 2013 uppgick emissionerna till ca 159 miljarder SEK vilket är en ökning med 33 % från 2012. Omsättningen i andrahandsmarknaden ökade med 37 % från 92 miljarder SEK 2012 till drygt 126 miljarder SEK 2013.

FI bör också vara medveten om att eftersom regelverket enbart föreslås gälla för företagsobligationer som är upptagna till handel på reglerad marknad eller handlas på MTF i Sverige, vilket idag endast är ca hälften av den svenska företagsobligationsmarknaden, kan den nya ordningen komma att skapa en kraftig segmentering av marknaden som styrs av var obligationen är listad. Förslaget skulle nämligen innebära att hälften av marknaden omfattas av en tillfällig reglering medan den andra hälften först kommer att beröras i samband med MIFID 2 när alla EU-marknader får ett harmoniserat regelverk. Det kan inte heller uteslutas att denna ordning kommer att ha en inverkan på var de svenska emittenterna väljer att lista sina obligationer de närmaste åren.

Det förtjänar att upprepas att dessa problem med konkurrensen och risk för kringgåenden inte skulle uppstå om FI istället valde att invänta MiFID 2.

Tröskelnivån - 50 MSEK

FI:s förslag är att alla transaktioner i företagsobligationer som ingås under en affärsdag och som understiger 50 mSEK ska publiceras efterföljande dag på aggregerad nivå. För transaktioner över denna tröskel ska det vara möjligt att ansöka om dispens, dock längst upp till 14 dagar.

Om FI väljer att gå vidare med en tillfällig nationell reglering vill föreningen inledningsvis framföra att vi stödjer införande av en dispensmöjlighet och anser att den föreslagna uppskjutandetiden om 14 dagar är anpassat till marknadens behov. (Som tidigare framförts är aggregerad publicering av transaktioner i företagsobligationer i praktiken detsamma som ett krav på omedelbar transparens.)

Vad gäller tröskelnivån för att erhålla dispens är det föreningens uppfattning att en generell gräns om 50 mSEK är för hög eftersom det inte beaktar den differentierade företagsobligationsmarknaden avseende framförallt kreditvärdighet samt nominell storlek på obligationerna. Möjligheten till effektiv riskhantering påverkas redan vid betydligt lägre belopp framförallt för mindre obligationslån och/eller med sämre kreditvärdighet. Om en generell dispensgräns sätts vid 50 mSEK kommer det att innebära att man fångar i princip 100 % av andrahandsmarknaden i non Investment Grade segmentet⁸ dvs. ett helt segment av marknaden skulle då inte få något skydd alls mot negativa effekter av omedelbar transparens då marknadsgaranterna använder sig av egen balansräkning. Det är föreningens bestämda uppfattning att detta vore negativt för både effektiviteten och likviditeten i marknaden.

Föreningen ställer sig mot denna bakgrund tveksam till om det är lämpligt att ha en och samma tröskel för alla olika typer av företagsobligationer, dvs. oberoende av rating och emissionsvolym (total issue size) o dyl. Det finns enligt vår mening stora skillnader vad gäller likviditeten i non Investment Grade obligationer och Investment Grade obligationer, vilket bör beaktas av FI i den fortsatta analysen. I framförallt non Investment Grade segmentet av marknaden är det mycket vanligt med mindre emissioner på 100-200 mSEK. Då är 50 mSEK en ansevärd del av hela emissionen och en sådan transaktion kan därför förväntas ha alldeles

⁸ Se not 1.

för stort informationsvärde (market impact) för att publiceras redan nästa dag. Det är också i segment non Investment Grade som föreningen framför allt befår att det kan komma att bli mycket kraftiga effekter på företagens upplåningskostnader om marknadsgaranterna inte längre kan ställa priser i den omfattning som man gör idag.⁹ Denna slutsats stöds f ö av akademiska studier som visar att det framförallt är i det s.k. non Investment Grade segmentet som negativa effekter avseende transaktionsfrekvens uppstått vid införande av ökade genomlysningskrav.¹⁰ Enligt vår uppfattning skulle handeln i det mer likvida segmentet "Investment Grade" klara genomlysningskrav bättre.

Om FI, av praktiska skäl eller annan anledning, vill ha en och samma dispensregel som omfattar hela den svenska företagsobligationsmarknaden, bör regeln utformas på ett *neutralt sätt* som undviker att slå särskilt hårt mot det minst likvida segmentet av marknaden. För att uppnå detta **föreslår föreningen att regeln utformas så att dispens om max 14 dagar ska vara möjligt vid enskilda transaktioner "som uppgår till det högsta av 10 mSEK och 2.5 % av utestående volym."**

Ett alternativ lösning vore givetvis att FI utformar en praxis som differentierar tröskelnivåerna för dispens i förhållande till de olika marknadssegmenten (sub-klasser). Om FI skulle välja en sådan väg, är föreningen självklart villig att bistå med data o analys m.m. som kan underlätta beslut om var tröskelgränserna bör ligga för att likviditeten i respektive segment inte ska påverkas negativt.

En stegvist genomförande

FI:s förslag till ny praxis kommer innebära en stor omställning för hela den svenska företagsobligationsmarknaden. Det finns därför enligt föreningens uppfattning starka skäl för FI att lyssna på marknadsaktörernas bedömningar kring tröskelnivåer för dispens, eftersom det är marknadsgaranternas egen riskuppfattning som i stor utsträckning styr deras villighet att ställa priser.

Utöver det som framförts ovan kring tröskelnivåer vill föreningen därför uppmana inspektionen att överväga ett stegvis införande av sin nya praxis, i syfte att undvika oro på marknaderna. Vi vill erinra FI om att t.o.m. på den stora amerikanska marknaden ansåg regleraren att det var påkallat med stegvist införande av ny reglering ("TRACE"). Syftet var helt enkelt att låta marknaderna vänja sig vid de nya kraven under lugna och kontrollerade former. Föreningen anser att det vore både lämpligt och ansvarsfullt av FI att gå tillväga på motsvarande sätt och att under de två år som återstår innan MiFID 2 ska vara genomförd i Sverige, begränsa den nationella praxisen till den mest likvida delen av marknaden, dvs. den som förväntas klara genomlysningskraven bäst.

Det finns olika sätt hur en sådan regel skulle kunna utformas. En idé kan vara att koppla till rating, varvid genomlysningsreglerna bör gälla för de obligationer som klassas som

⁹ Vad gäller behovet av en välfungerande obligationsmarknad för finansiering av SME, se t.ex. Europeiska Kommissionen: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/financing-growth/long-term/index_en.htm#maincontentSec2

¹⁰ Se fotnot 2.

”Investment Grade”. Ett annat alternativ är att relatera till total emissionsstorlek på lånen (total issue size).

Vid en sammanvägd bedömning av alternativens för- och nackdelar är det **föreningens förslag att FI som ett första steg tillämpar sin nya praxis för emissioner som uppgår till eller överstiger 1 miljard SEK.**¹¹ Tanken är att genomlysningsregler avseende emissioner som understiger detta belopp införs i ett **andra steg** genom MiFID II (då samma regler kommer att gälla för resten av EU).

Fler förtydliganden

Avslutningsvis vore föreningen tacksam om FI vill göra ett antal förtydliganden i PM (eller efterföljande rapport):

- Enligt ordalydelsen gäller inte de föreslagna genomlysningsreglerna för onoterade obligationer eller instrument som är upptagna till handel eller handlas på marknadsplats utanför Sverige. För tydlighetens skull bör detta nog framgå.
- Vidare behöver klargöras om enbart marknadsgaranter omfattas av dispensmöjligheterna och vem som i så fall är att anse som ”marknadsgarant”.
- Det kan tilläggas att som vi förstår förslaget kommer samma dispens i praktiken att beviljas alla marknadsgaranter som är aktiva på den svenska marknaden dvs. det inte ska göras individuell prövning t.ex. av hur instituten hanterar sin marknadsrisk. I detta sammanhang vill vi återigen erinra om vikten av att även utländska aktörer som ställer priser genom gränsöverskridande verksamhet bör omfattas av FI:s nya praxis.
- Om FI väljer att gå vidare med den nationella regleringen förutsätter vi att man återkommer med ytterligare information hur ansökan om dispens (tider och innehåll) och publiceringen (institutets hemsida eller börsen) ska gå till.

SVENSKA FONDHANDLAREFÖRENINGEN (med undantag från Svenska Handelsbanken som har valt att lämna in ett eget svar till Finansinspektionen)

Kerstin Hermansson
/VD/

Berit Behring
/ordf. Kreditobligationsgruppen/

¹¹ Föreningen förstår att i de diskussioner som förs på europainivå just nu anses rating vara ett mindre lämpligt verktyg för att differentiera.