

SVENSKA
FONDHANDLARE
FÖRENINGEN

Stockholm, den 3 maj 2017

FI Dnr 17-5072

Yttrande avseende förslag till anpassning av transparensregler enligt MiFID II och MiFIR

Svenska Fondhandlareföreningen (Föreningen) är en branschorganisation för svenska värdepappersbolag och banker samt utländska filialer till sådana företag som bedriver värdepappersrörelse i Sverige. Föreningen verkar för en sund, stark och effektiv svensk värdepappersmarknad.

Föreningen välkomnar möjligheten att lämna synpunkter på Finansinspektionens (FIs) förslag till anpassning av transparensregler med anledning av förordningen om marknader för finansiella instrument (MiFIR). Frågorna som ställs är av stor betydelse för föreningens medlemmar vars verksamhet i hög utsträckning består i tillhandahållande av investeringstjänster till kunder i samband med köp eller försäljning av bl.a. obligationer och derivatinstrument. Bland medlemmarnas kunder finns i huvudsak professionella investerare som t.ex. försäkringsbolag och fondbolag, men också större och mindre företag som t.ex. vill ha hjälp med att emittera företagsobligationer och/eller att hantera sina risker på valuta – och råvarumarknaderna. Fem av föreningens medlemmar är dessutom återförsäljare till Riksgälden av svenska statsobligationer, vilket innebär att man i avtal åtagit sig att kontinuerligt på begäran ställa bindande köp- och säljräntor på kundmarknaden och kontinuerligt tillhandahålla indikativa köp- och säljräntor på marknadens Informationssystem.

Föreningen anser att det är mycket positivt att FI, i likhet med en del andra tillsynsmyndigheter, valt att inhämta synpunkter på sitt policybeslut om transparens från olika intressenter på marknaden. Vi vill dock beklaga att svarstiden inledningsvis var så kort och hoppas att förlängningen till den 3 maj har möjliggjort för fler aktörer att lämna synpunkter på FIs förslag, som ju är av mycket stor betydelse för den svenska räntemarknadens framtid.

Sammanfattning

Våra viktigaste synpunkter är:

- En välfungerande svensk räntemarknad fyller en viktig funktion för det finansiella systemet och för utvecklingen av den reala ekonomin. Både marknadslikviditet och transparens är viktiga komponenter för att räntemarknaden ska fungera väl. Det är dock viktigt att kraven på transparens anpassas till de förutsättningar som råder på den svenska marknaden. Annars kan det leda till negativa effekter på marknadslikviditeten och därmed skada marknadens funktionssätt samt statens, bankers och företags upplåningsmöjligheter. Föreningen anser därför att FI bör inta en försiktig inställning och avstå från att i nuläget utesluta användande av en del av de uppskjutandemöjligheter som MiFIR erbjuder.
- Föreningen anser att FIs förslag innebär att svenska värdepappersinstitut kan få det betydligt svårare att konkurrera med aktörer som omfattas av en mer generös transparensreglering. FI bör därför omvärdera den föreslagna policyn och införa en flexibel regim som möjliggör anpassning av uppskjutandekraven till vad som gäller på andra marknader. Detta är enligt vår mening av avgörande betydelse för att svenska institut i framtiden ska kunna konkurrera på lika villkor; både på den svenska marknaden och genom gränsöverskridande verksamhet i andra medlemsländer.
- Föreningen avstyrker FIs förslag om att tillämpa en anpassad modell enligt artikel 11.3 a MiFIR som innebär att viss information ska publiceras under uppskjutandetiden. Ett krav på prisinformation för individuella transaktioner inom två affärsdagar skulle innebära en väsentligt ökad risk för marknadsgaranterna vilket skulle ha en negativ inverkan på deras möjlighet att tillhandahålla likviditet och därmed skada vår räntemarknads funktionssätt. Vi anser att FI, i likhet med flera andra tillsynsmyndigheter, istället bör tillåta publicering av samtliga uppgifter (tid, pris och volym) senast kl. 19 två dagar efter affärsdagen. Det bör understrykas att när uppskjutandetiden är slut ska information publiceras på transaktionsbasis och inte som idag aggregerat för hela marknaden, vilket alltså innebär att mer information kommer publiceras än enligt nuvarande svenska reglering.
- Föreningen avstyrker FIs förslag om att inte tillåta förlängd uppskjutandetid enligt artikel 11.3 b-d MiFIR. I synnerhet för instrument som handlas mycket sällan (vissa företagsobligationer) och transaktioner i mycket stora poster är förlängd uppskjutandetid viktig för att en marknadsgarant ska kunna hantera sin marknadsrisk. Möjlighet till förlängd uppskjutandetid är också av stor betydelse från konkurrensutgångspunkt - i syfte att undvika att handeln flyttar till de medlemsländer som erbjuder en mer generös regim. Dessutom bör noteras att enligt MiFIR kan den förlängda uppskjutandetiden i artikel 11.3 konstrueras på olika sätt. En möjlighet är att under den förlängda uppskjutandeperioden tillåta veckovis publicering av pris och volym (artikel 11.1 c RTS 2). Vid handel i företagsobligationer innebär detta krav publicering av aggregerad information varje tisdag kl. 9 istället som enligt nuvarande praxis efter 10 dagar. Föreningen anser inte att en sådan uppskjuten publicering innebär en kraftig försämring av transparensen på den

svenska marknaden, i synnerhet inte eftersom informationen dessutom ska publiceras på transaktionsbasis när den fyra veckor långa uppskjutandetiden är slut.

Nedan följer ett antal allmänna synpunkter på Fls förslag, varefter vi besvarar de enskilda frågorna. Sist i svaret lämnas ett antal övriga synpunkter.

1. Allmänna synpunkter

1.1 Om balansen mellan transparens och likviditet

Föreningens mål är en sund, stark och effektiv värdepappersmarknad. För att uppnå dessa mål är transparens och god marknadslikviditet viktiga komponenter. Det är dock viktigt att kraven på transparens anpassas till de förutsättningar som råder på den svenska marknaden, annars riskerar de att leda till stora negativa effekter på likviditeten på marknaden och därmed på marknadsfunktionssätt.

På den svenska obligationsmarknaden sker handeln med hjälp av marknadsgaranter enligt modellen "request-for-quote" (RFQ). Marknadsgaranterna bistår marknaden med marknadslikviditet med hjälp av sina balansräkningar. Modellen möjliggör snabba avslut och stora transaktioner utan att det får stor påverkan på priset. RFQ-modellen bidrar därmed till en förbättrad marknadslikviditet. När marknadsgaranterna på detta sätt stödjer marknaden med likviditet tar de dock på sig marknadsrisk. Denna risk är svår att hantera om den blir känd för hela marknaden innan marknadsgaranten fått möjlighet att begränsa den.

Den tid som behövs för att begränsa marknadsrisken varierar utifrån hur likvid en marknad är, hur stor transaktionen är och vilka möjligheter det finns att hedga den. Hårda transparenskrav begränsar marknadsgaranternas möjlighet att minska den marknadsrisk de tar på sig i illikvida instrument och vid stora transaktioner. Därmed begränsas också deras möjlighet att bistå marknaden med likviditet. På en liten marknad som den svenska, och som ligger i ett eget valutaområde, är varje transaktion som marknadsgaranten ingår dessutom 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 även om det bara är delar av en transaktion, såsom exempelvis dess pris, som tillkännages kort efter att den genomförts. De transparenskrav som kommer att gälla på den svenska marknaden kommer därför att vara av mycket stor betydelse för den svenska marknadsfunktionssätt eftersom de direkt påverkar marknadsgaranternas möjlighet att bistå marknaden med likviditet.

Fl gör i remisspromemorian och även i sin publikation "Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden"¹ bedömningen att det inte går att se någon försämring av likviditeten för vare sig säkerställda obligationer, statsobligationer eller för företagsobligationer. Här är det viktigt att påpeka att marknadsgaranterna gör sitt yttersta för att upprätthålla god likviditet på marknaden. De senaste åren har handeln, på grund av det låga ränteläget, också präglats av en jakt på avkastning vilket sannolikt bidragit till att Fls

¹ Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden (2017) daterad 10 mars 2017.

<http://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/tillsynsrapporter/2017/tillsynen-over-den-svenska-vardepappersmarknaden-2017/>

mått på marknadslikviditet visar en relativt god utveckling av likviditeten. Om efterfrågan på obligationer minskar eller när ett stressat scenario inträffar är det emellertid sannolikt att marknadslikviditeten försämras. Om transparenskraven blir alltför stränga kommer marknadsgaranternas möjlighet att jämna ut skillnaderna mellan utbud och efterfrågan på marknaden begränsas väsentligt, särskilt i en marknad med stigande räntor eller vid ett stressat scenario. Det kommer i sin tur sannolikt bidra till att försämma likviditeten ytterligare vilket riskerar att leda till att den svenska marknadens funktionssätt försämras väsentligt. FI skriver dessutom i sin publikation "Tillsynen över den svenska värdepappersmarknaden" att det för marknadslikviditeten på räntemarknaden "finns tecken på att riskerna har ökat". Av detta skäl är det viktigt att FI, vid en anpassning av transparenskraven, inte enbart ser till likviditeten på marknaden just nu utan även beaktar att en reglering ska fungera under andra situationer såsom exempelvis stressade förhållanden. För att den svenska räntemarknaden ska fungera väl i alla lägen tycker Föreningen därför att FI bör gå försiktigt fram när man inför hårdare krav på transparens och inte i nuläget utesluta användande av de undantagsmöjligheter som MiFIR erbjuder, vilka dessutom kan komma att tillämpas i andra länder.

Föreningen noterar att den nuvarande svenska transparensregleringen är utformad i syfte att uppnå en balans mellan transparens och likviditet, med beaktande av vår räntemarknads särdrag. Enligt lagen om värdepappersmarknaden ska OTC-transaktioner som genomförs av ett värdepappersinstitut offentliggöras i den omfattning som, med beaktande av verksamhetens art och omfattning, behövs för att säkra en god genomlysning². Med stöd av ett bemyndigande har FI sedan anpassat denna regel till svenska marknadsförhållanden och uppställt krav på aggregerad publicering av information för hela marknaden kl. 09 dagen efter affärsdagen.³ Eftersom informationen ges ut på *aggregerad basis för hela marknaden* exponerar transparenskravet inte marknadsgaranten på samma sätt som om informationen publiceras på transaktionsnivå. För företagsobligationer, varav många handlas väldigt sällan, har FI i sin praxis också anpassat regleringen till marknadens funktionssätt och tillåter uppskjuten publicering på maximalt 10 dagar för transaktioner överstigande 50 miljoner kronor. (För handel i företagsobligationer fungerar nämligen inte en aggregeringsregel eftersom det normalt inte äger rum flera transaktioner i instrumentet under samma affärsdag som kan läggas samman.)

Föreningen håller med FI om att den nuvarande svenska transparensregleringen har fungerat väl. Detta är dock inte i sig en omständighet som kan tas till intäkt för att de förslag på ökad transparens som lämnas i remisspromemorian kommer att fungera på motsvarande sätt. En avgörande skillnad jämfört med nuvarande reglering är t.ex. att MiFIR ställer krav på att information ska publiceras per transaktion och inte för hela marknaden, vilket har en mycket stor betydelse för marknadsgaranternas riskexponering. Vidare bör understrykas att eftersom MiFIR innebär en harmoniserad reglering av transparenskraven på EU-nivå är det inte längre möjligt att se transparensregleringen på den svenska räntemarknaden som en isolerad svensk fråga, utan frågan om balansen mellan transparens och likviditet under MiFIR kommer ofrånkomligen att påverkas av de krav som kommer ställas i andra medlemsländer.

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

³ 7 kap. 3-5 §§ FFFS 2007:17

1.2 Om "anpassade" transparenskrav och dess effekter på konkurrensen

Ett grundläggande syfte med MiFIR är att införa ett gemensamt regelverk för transparens vid handel i obligationer och derivat inom EU, inklusive förutsättningarna för undantag och uppskjutet offentliggörande.⁴ För att undvika att ett införande av harmoniserade regler får negativa effekter på existerande marknader har dock tillsynsmyndigheterna getts möjlighet att på vissa i regelverket angivna sätt anpassa transparenskraven med beaktande av emittenters och investerares intressen, likviditet, olika typer av handelssystem och transaktionsstorlekar.⁵

Föreningen noterar att under förhandlingarna på nivå 1 var införandet av dessa anpassningsmöjligheter i MiFIR en högt prioriterad fråga för den svenska regeringen. Det fanns en oro att införande av ett europeiskt regelverk om transparens som baserades på de betydligt mer likvida euromarknaderna skulle kunna få negativ inverkan på mindre och illikvida marknader med egen valuta, såsom den svenska räntemarknaden. Från en del andra medlemsstater framfördes också riskerna med att en ökad transparens avseende statspapper och företagsobligationer skulle kunna påverka likviditeten på dessa marknader negativt och därmed försvåra staters och företags framtida upplåning. I syfte att uppnå en s.k. kalibrerad reglering infördes därför i artikel 11.3 b-d MiFIR en möjlighet för tillsynsmyndigheterna att bevilja en förlängd uppskjutandetid om fyra veckor, vilket inte har sin motsvarighet på aktiesidan. För statsobligationer infördes dessutom en särskild reglering som bl.a. möjliggör uppskjutande av publicering på obestämd tid.

Som framgått ovan anser Föreningen att en välbalanserad transparensreglering är en förutsättning för en fungerande marknad och är i sig positiv till en harmoniserad reglering inom EU. Men detta förutsätter förstås att Finansinspektionen dels tillämpar en modell som är lämplig för den svenska ränte- och derivatmarknadens funktions sätt, dels säkerställer lika konkurrensvillkor. Det vore enligt vår mening mycket olyckligt om de transparensregler som gäller för svenska värdepappersinstitut blir strängare än de regler som gäller för andra aktörer aktiva på samma marknad. Vi välkomnar därför FIs kommentar i remisspromemorian *"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."* Det framgår dock inte av remisspromemorian på vilket sätt FI har tagit sådan hänsyn vid utformandet av sitt förslag.

I skrivande stund är det inte känt vilken inställning samtliga tillsynsmyndigheter i EU har vad gäller beviljande av uppskjuten publicering av information efter handel. Det kan dock konstateras att UK FCA nyligen har publicerat sin policy avseende transparensreglerna i MiFIR. Enligt denna policy kommer samtliga uppskjutandemöjligheter i artikel 11.3 a-d MiFIR att tillåtas, förutsatt förstås att kraven i art 11.1 MiFIR är uppfyllda.⁶ Till skillnad från FIs

⁴ Skäl 14 MiFIR.

⁵ Skäl 16 MiFIR.

⁶ <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-05.pdf> På sid 27 framgår: "We will use our powers to calibrate further post-trade deferrals. Where the conditions for a deferral are met in accordance with Article 11(1) of MiFIR we will not require the publication of limited or aggregated information during the deferral period. We will also allow the omission of the publication of the volume during the extended time period of deferral set in RTS 2. For sovereign bonds we will allow the aggregation of the publication of several transactions in an aggregated form for an indefinite period of time. We will allow the aggregation of the

förslag kommer FCA under uppskjutandetid T+2 inte att kräva publicering av viss information utan såväl pris som volym ska publiceras efter de två dagarna gått till ända, på transaktionsbasis. Vidare kommer FCA att tillåta att volym publiceras efter en förlängd uppskjutandetid om fyra veckor, att aggregerad information publiceras veckovis under fyra veckor och, för statspapper, att aggregerad information publiceras veckovis under obegränsad tid.

Det bör noteras att det finns en viktig skillnad mellan nuvarande reglering och MiFIR som gäller tillämpningsområdet. Dagens regler i Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2007:17 är tillämpliga på alla värdepappersinstitut⁷ som bedriver OTC handel i finansiella instrument upptagna till handel på reglerad marknad i Sverige eller handlas på en MTF i Sverige. MiFIRs transparensregler gäller däremot för värdepappersinstitut och systematiska internhandlare som bedriver handel i obligationer och derivat m.m. som är "handlade på en handelsplats".⁸ Vår tolkning är därför att den av FI beslutade transparensregleringen kommer gälla för svenska värdepappersinstitut *när dessa är publiceringsskyldiga*⁹ - oavsett var i EU som instrumenten är upptagna till handel och oavsett var OTC-handeln sker. Med andra ord kommer uppskjutandereglererna även bli tillämpliga t.ex. när en svensk systematisk internhandlare utför order mot egen bok i tyska statsobligationer eller företagsobligationer som är listade på Irland. Om den svenska regleringen är stängare än i andra medlemsstater kan värdepappersbolag därmed få svårare att konkurrera på den europeiska värdepappersmarknaden i framtiden och framför allt om verksamheten bedrivs på lokala marknader oavsett om det sker genom en filial eller gränsöverskridande (jfr diskussionen i följande stycke).

Även på den svenska marknaden kan en strängare nationell reglering vad gäller uppskjuten publicering få negativa konsekvenser på konkurrensen, t.ex. om utländska företag som gränsöverskrider in på den svenska marknaden har mer generösa hemlandsregler. Som framgår ovan vet vi redan nu att detta verkar bli fallet för alla de UK-baserade företagen och, enligt vad Föreningen har hört, även för företag etablerade i flera andra av de större medlemsstaterna. Dessutom har Föreningen förstått att det för närvarande är oklart om det är värd- eller hemlandsmyndighetens beslut om uppskjuten publicering som kommer att gälla för filialer till företag etablerade inom EES¹⁰. Om det skulle visa sig att det är hemlandsmyndighetens regelverk som gäller för filialer, och denna myndighet använder sig av en mer flexibel uppskjutandetid än FI, kommer det innebära en kraftig snedvridning av konkurrensen på den svenska räntemarknaden. Inte minst från ett nordiskt perspektiv är detta en viktig fråga eftersom så många av värdepappersinstituten är verksamma från filialer.

information of several transactions executed during the course of a week for the extended time period of four weeks"

⁷ Värdepappersinstitut: värdepappersbolag, svenska kreditinstitut som har fått tillstånd enligt denna lag att driva värdepappersrörelse och *utländska företag som driver värdepappersrörelse från filial i Sverige*, jfr. 1 kap. 5 § 27 lag (2007:528) om värdepappersmarknaden)

⁸ Termen "traded on a trading venue" är inte definierad och vi väntar för närvarande på klargöranden från ESMA. I detta svar väljer föreningen att tolka begreppet som "upptaget till handel eller handlas på en handelsplats".

⁹ Artikel 8.3 RTS 2.

¹⁰ Enligt artikel 35.8 Mifid II ska tillsynsmyndigheten i värdlandet bedriva tillsyn över att filialerna tillämpar transparensreglererna i artikel 11 och 21 MiFIR.

Föreningen vill understryka att FI, genom att tillämpa en strängare transparensreglering i Sverige än i andra länder kommer skapa olika typer av arbitragebeteenden på marknaden. Konkurrensläget inom EU kommer nämligen sannolikt att leda till ett förändrat beteende från marknadsгарanter och deras kunder. På vissa marknader kan detta komma att innebära att handeln helt enkelt flyttar och utförs där marknadsгарanten utsätts för lägst marknadsrisk – t.ex. på utländska marknadsplatser (reglerad marknad, OTF eller MTF) som omfattas av en mer generös transparensreglering. Svenska marknadsplatser, som också kommer att omfattas av FIs strängare policy, kommer inte ha möjlighet att erbjuda samma tjänster. Det förtjänar att framhållas att handel som är strukturerad på ett sätt så att marknadsгарanter enkelt kan hantera sina marknadsrisker ger ofta bättre pris, vilket innebär att denna utveckling indirekt kommer vara kunddriven och påverkas av andra MiFID II-regler såsom best execution. På andra delmarknader (t.ex. där det inte finns formella åtaganden att ställa priser) och det inte finns tillräckligt med incitament att förändra handelsmetod kan effekterna av en strängare svensk reglering också bli att instituten helt enkelt slutar att ställa sin balansräkning till förfogande, dvs. upphör att ställa priser helt eller i vart fall i samma omfattning som idag. Utöver de oönskade effekter som detta skulle innebära för svensk värdepappersmarknad generellt, uppnås inte heller vad som enligt remisspromemorian verkar vara FIs övergripande mål, dvs. en transparensreglering som motsvarar den som tillämpas enligt nationella regler idag.

Sammanfattningsvis är det Föreningens uppfattning att införande av en svensk reglering som är strängare än den som tillämpas i andra medlemsstater inte är i linje med intentionerna vid förhandlingen av nivå 1 och kommer sannolikt få negativ effekt på konkurrensen – både inom EU och i Sverige. Eftersom handeln i många fall ändå kommer styras dit marknadsriskerna mest effektivt kan hanteras kommer resultatet av FIs förslag inte heller bli en bibehållen nivå av transparens på den svenska marknaden – oavsett vad som står på pappret. *Föreningen anser mot denna bakgrund att FI bör omvärdera sin policy och, i likhet med tillsynsmyndigheten i UK, tillämpa en flexibel regim som, inom de ramar MiFIR ger, skapar förutsättningar för att behålla en välfungerande räntemarknad där både värdepappersinstitut och marknadsplatser kan konkurrera på lika villkor, både med varandra och sina europeiska motsvarigheter.*

2. Specifika frågor

Fråga 1

Berörda ombuds lämna synpunkter på FIs ställningstagande beträffande möjlighet att bevilja undantag enligt villkoren i Mifir artikel 9.1.

Föreningen tillstyrker FIs ställningstagande beträffande möjlighet att bevilja undantag från pre-trade transparency enligt art 9.1 MiFIR.

FIs förslag saknar dock ställningstagande vad gäller möjligheten för en systematisk internhandlare (SI) att ansöka om undantag från artikel 18.2 MiFIR. Eftersom denna möjlighet kan komma att utnyttjas i andra medlemsländer bör samma möjlighet erbjudas svenska värdepappersinstitut som bedriver denna verksamhet.

Fråga 2

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

Föreningen tillstyrker FIs ställningstagande beträffande möjlighet att tillämpa uppskjutet offentliggörande enligt villkoren i MiFIR.

Fråga 3

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

Föreningen avstyrker FIs förslag om att tillämpa en "anpassad T+2" modell på den svenska marknaden som innebär att viss information ska publiceras under uppskjutandetiden (artikel 11.3 a MiFIR). Vi anser att FI istället bör tillåta publicering av samtliga uppgifter (tid, pris och volym) senast kl. 19 två dagar efter affärsdagen (se dock nedan om förlängt uppskjutande i vissa fall)

Det finns flera skäl till detta:

För det första anser vi inte att regeln i artikel 11.1 a (ii) RTS 2 som innebär publicering av minst fem transaktioner under samma dag är praktiskt tillämpbar. Hur ska ett institut i förväg kunna veta om att det kommer bli minst fem transaktioner? Och om det vid slutet av dagen visar sig att det enbart blir fyra transaktioner kan uppskjutanderegeln inte användas och institutet har då brutit mot huvudregeln om publicering inom 15 minuter.

För det andra anser vi att regeln i 11.1 a (i) i RTS 2 som innebär publicering av all information utom volym innebär alltför stor risk för marknadsgaranter som ställer priser i så stora volymer som på den svenska räntemarknaden.

Det bör härvid särskilt noteras att på en marknad där ett fåtal intermediärer bistår med likviditet, såsom i Sverige, är kunskap om prisnivå för enskilda transaktioner av avgörande betydelse. Stora volymer prissätts på ett sådant sätt att intermediären, i sin roll som marknadsgarant, måste ta i beaktande att det kan ta lång tid att bli av med risken och att marknaden kan röra sig under tiden. På grund av denna osäkerhet skyddar marknadsgaranten sin balansräkning mot förluster genom att ställa en bredare spread. I priset byggs mao in en "kudde" där avslutet sker utanför den indikerade prisbilden.

Med andra ord, att prissätta en stor volym i en illikvid marknad innebär att ett pris talar sitt tydliga språk utan att volymen är inkluderad. Till det skall läggas att den förväntade tidsåtgången för att avyttra en exponering av den här arten ofta är betydande på en illikvid marknad och i detta sammanhang betydligt längre än vad den föreslagna transparensen (15 min- 2 dagar) tar hänsyn till.

Vidare bör noteras att kunder frågar om pris för en transaktion hos flera marknadsgaranter. Eftersom dessa är få på den svenska marknaden är det enkelt för aktörerna att räkna ut vem det är som sitter på vilken position och då ökar riskerna för s.k. front running. Det räcker

sålendes med information om pris för att en marknadsgarant ska bli exponerad eftersom de andra aktörerna förstår vem som sitter på positionen.

För det tredje vill Föreningen understryka att enligt MiFIR gäller ett krav på att publicera information på transaktionsnivå efter uppskjutandetiden är slut. Detta är en stor skillnad jämfört med enligt nuvarande svenska reglering på aggregerad publicering och innebär att marknaden kommer få mer detaljerad information än idag, även om det blir med en dags förskjutning.

För det fjärde anser Föreningen att ovan angivna konkurrensskäl talar för att FI, precis som FCA ska tillåta publicering av samtliga uppgifter (tid, pris och volym) senast kl. 19 två dagar efter affärsdagen. (Vi noterar särskilt att den enda regel i artikel 11.3 som FCA enligt sin policy beslutat inte tillämpa är artikel 11.3 a MiFIR, dvs. som innebär publicering av viss information under uppskjutandeperioden).

Fråga 4

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

Föreningen avstyrker FIs förslag om att inte tillåta förlängd uppskjutandetid enligt artikel 11.3 b-d MiFIR.

I synnerhet för instrument som handlas mycket sällan (vissa företagsobligationer) och transaktioner i mycket stora storlekar är förlängd uppskjutandetid viktig för att marknadsgaranter ska kunna hantera sin marknadsrisk. Och eftersom förlängd uppskjutandetid kommer tillåtas i vissa andra länder bör den av konkurrensskäl också tillåtas i Sverige.

I sammanhanget förtjänar också att påminnas om att FI enligt nuvarande svensk reglering funnit skäl att tillämpa en förlängd uppskjutandetid på 10 dagar för större transaktioner i företagsobligationer. Införande av en uppskjutanderegulering som kräver publicering av pris per transaktion inom 15 minuter och volym efter två affärsdagar (artikel 11.1 a ii RTS 2) skulle innebära en mycket stor avvikelse från gällande rätt och en omställning av företagsobligationsmarknadens funktionssätt som riskerar att ha en negativ effekt på likviditeten och, i förlängningen, företagets upplåningsmöjligheter. Vi vill också betona att den förlängda uppskjutandetiden i artikel 11.3 b-d kan konstrueras på olika sätt. En möjlighet är att under fyra veckorsperioden tillåta veckovis publicering av pris och volym (artikel 11.1 c RTS 2). Vid t.ex. handel i företagsobligationer innebär detta att aggregerad information publiceras varje tisdag kl. 9 istället som enligt nuvarande praxis efter 10 dagar. Föreningen anser inte att detta skulle innebära en kraftig försämring av transparensen, i synnerhet inte eftersom informationen dessutom ska publiceras på transaktionsbasis när uppskjutandetiden är slut. Ett sådant krav finns inte i svensk rätt idag.

Vi vill också erinra om att den omständigheten att en tillsynsmyndighet i sin transparens-policy inte uttryckligen utesluter tillämpningen av en viss regel innebär dock inte att marknadsplatser och värdepappersinstitut nödvändigtvis kommer ansöka om alla varianter.

Följande modell för förlängt uppskjutande förespråkas av marknadsaktörer i flera medlemsstater och ligger också inom ramen för vad FCA kommer att tillåta.

		Post-Trade Transparency Disclosure – Proposed framework		
		Price	Volume (Non-Sov)	Volume (Sov)
LIQUID	≤ SSTI	Real-time	Real-time	Real-time
ILLIQUID	≤ SSTI	At 7pm T+2	T+4 weeks	T+4 weeks (Aggregated)
LIQUID & ILLIQUID	≥SSTI	At 7pm T+2	T+4weeks	T+4 weeks (Aggregated)

Det bör således noteras att FCAs policybeslut sätter ramen för vilken typ av uppskjuten publicering enligt artikel 11.3 MiFIR som det ska vara möjligt att ansöka om när MiFID II/MiFIR träder ikraft. Exakt vilka kombinationsmöjligheter som värdepappersinstituten och marknadsplatserna vill utnyttja lämnas dock till marknaden att avgöra. Detta upplägg möjliggör därmed en anpassning av uppskjutanderegleringen till faktorer såsom instrumenttyp, handelsmetod och likviditet samt konkurrensförhållanden t.ex. i form av den transparensreglering som kommer gälla i andra länder.

Avslutningsvis noteras att, som Föreningen läser regelverket, är det möjligt för tillsynsmyndigheterna att i sin anpassning av transparenskraven göra skillnader på olika tillgångsslag om det skulle finnas skäl till det, t.ex. på grund av handelsmodell och likviditet. Vi har inte ur remisspromemorian kunnat utläsa varför FI har ansett det lämpligt att ha samma reglering för alla tillgångsslag dvs. alla typer av obligationer, derivatinstrument, strukturerade finansiella produkter och utsläppsrätter.

Föreningen ser gärna att FI bjuder in till en fortsatt diskussion i denna fråga.

3. Övriga kommentarer

- Artikel 21.4 möjliggör för ett värdepappersinstitut om det så önskar, att förlita sig på den uppskjutandetid som beviljats marknadsplatsen där de finansiella instrument som institutet handlar är upptaget till handel eller handlas. Eftersom en marknadsplats av konkurrensskäl inte ska kunna styra vilka transparensregler som gäller för en systematisk internhandlare har institutet också en egen rätt att ansöka om uppskjuten publicering hos sin tillsynsmyndighet enligt artikel 21.1 MiFIR. Det behöver klargöras om denna ansökan ska vara generell eller ske på klass/sub-klass nivå. Vad gäller artikel 21.4 behövs klargöranden vad som gäller om värdepapper är upptaget till handel eller handlas på olika marknadsplatser som är underkastade olika

uppskjutandereglering, t.ex. upptaget till handel på NASDAQ men handlas också på Bloomberg eller via en OTF någonstans.

- I promemorian noterar vi att FI för ett resonemang om tidigare införda transparensregler och dess påverkan på företagsobligationsmarknaden. Resonemanget understöds av Diagram 1 som visar genomsnittlig daglig omsättning per månad av företagsobligationer. Vi ställer oss dock frågande till den data som används i analysen, då talens storlek förefaller orimliga. Däremot framkommer det i texten att Kommuninvests obligationer utgör del av underlaget och därmed av analysen vilket ger en missvisande bild av marknadslikviditeten. Kommuninvests obligationer är enligt FI likställda med statsrisk, de har AAA-rating och har av BIS fått en riskvikt på 0 %. Det går därmed inte att likställa Kommuninvests obligationer med en företagsobligation. Vi noterar dessutom att Kommuninvest, under den period som FI mäter i Diagram 1, ökat sin utestående stock av obligationer väsentligt och att den dagliga omsättningen aggregerad per månad uppgått till 17 miljarder SEK.
- Föreningen anser att blockaffärer med fondbolag som ska allokeras till flera fonder bör kunna behandlas som en affär vid bedömningen om den överstiger SSTI. Ur ett riskperspektiv från värdepappersbolagets sida så spelar det ingen roll att fondbolaget vill dela upp transaktionen på flera olika fonder. Behovet av uppskjutande är lika stort ändå.

SVENSKA FONDHANDLAREFÖRENINGEN

Kerstin Hermansson
/Verkställande direktör/

Sara Mitelman
/Jurist/

Jenny Mannent
/Ekonom/