



Datum 2014-06-12

FI Dnr 14-8178

**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

## **Ökad öppenhet på marknaden för företagsobligationer**

Finansinspektionen (FI) presenterar i denna promemoria en avsikt att ändra praxis för att öka graden av öppenhet på marknaden för företagsobligationer. FI:s utgångspunkt är att information ska offentliggöras i enlighet med nuvarande bestämmelser. Tillgängliga uppgifter om priser och volymer i företagsobligationsmarknaden skulle bidra till att förbättra marknads effektivitet. I dagsläget är den typen av insyn i marknaden närmast obefintlig.

De negativa effekter som en fullständig öppenhet kan innebära går att mildra genom att göra det möjligt att ansöka om dispens från kravet att offentliggöra uppgifter om priser och volymer. FI:s avsikt är att medge sådan dispens för transaktioner som överstiger ett visst belopp. För att uppnå en ökad öppenhet bör detta belopp inte sättas alltför lågt. FI:s bedömning är att dispenser kan komma ifråga för transaktioner vars sammanlagda värde under en affärsdag överstiger 50 miljoner kronor.

FI avser att börja tillämpa denna ordning från och med den 1 januari 2015.

## 1. Marknaden för företagsobligationer

Företagsobligationer har under de senaste åren kommit att bli en finansieringskälla för företag och ett alternativ till banklån. Historiskt har ett begränsat antal stora emittenter, stora investerare och ett fåtal värdepappersinstitut som agerar mellanhänder varit aktiva på denna marknad. Många av de större investerarna köper obligationer i primärmarknaden och behåller dem tills de förfaller till betalning. Detta betyder att andrahandsmarknaden har varit relativt inaktiv för många företagsobligationer.

Handeln i företagsobligationer sker främst bilateralt, det vill säga ”over the counter” (OTC), via telefon eller chattsystem. Priser för vissa volymer anges indikativt i informationssystem som Reuters och Bloomberg. Detta är information som inte är tillgänglig för alla. Handeln baseras på att värdepappersinstitutet, i sin roll som mellanhänder, antingen kontaktar investerare och erbjuder dem att investera i ett instrument till ett visst pris, eller tvärtom att investerarna kontaktar instituten och efterfrågar ett visst instrument. Handeln består av både mäklade transaktioner och handel mot eget lager. Det sistnämnda innebär att värdepappersinstitutet behåller värdepapper på den egna balansräkningen för att kunna sälja vid ett annat tillfälle. Detta görs som en tjänst för säljaren i stället för att hitta en köpare och därefter mäkla affären. Vid emissioner kan värdepappersinstitutet, som en tjänst för emittenten, åta sig att garantera likviditeten för en viss obligation. Avslutsinformation om priser och volymer finns i dag inte publicerad, varken för mäklade transaktioner eller handel mot eget lager.

Under de senaste åren har intresset för företagsobligationer vuxit, både sett till antalet emittenter och till utestående nominella belopp. Emittenterna är numera i större utsträckning mindre företag, utan kreditbetyg, som emitterar mindre volymer. Under 2013 uppgick emissionerna till cirka 159 miljarder kronor, vilket är en ökning med 33 procent från 2012.<sup>1</sup> Omsättningen på andrahandsmarknaden ökade med 37 procent från 92 miljarder kronor 2012 till drygt 126 miljarder kronor 2013.<sup>2</sup>

Även på placerarsidan har intresset för företagsobligationer ökat bland mindre aktörer, såväl professionella investerare som privatpersoner. Exempelvis finns det sedan några år tillbaka flera fonder som har en huvudsaklig exponering mot företagsobligationer. Därmed har det också blivit allt tydligare att det finns ett behov av att information om handeln publiceras. I dagsläget upplever både investerare och emittenter att det finns svårigheter i att få korrekta priser och underlag för värdering och analys. Detta gäller både för de företag som vill ge ut obligationer, och som vill se liknande emittenters priser för att kunna prissätta sina obligationer, och investerare, som har behov av att kunna verifiera de

---

<sup>1</sup> Statistik från Statistiska centralbyrån, Emissionsstatistik, [www.statistikdatabasen.scb.se](http://www.statistikdatabasen.scb.se)

<sup>2</sup> Statistik från Riksbanken, Omsättning på penning- och obligationsmarknaden: <http://www.riksbank.se/sv/Statistik/Penning-och-obligationsmarknad/>.

priserbjudanden som värdepappersinstituten ger och kunna värdera sina befintliga innehav korrekt.

## 2. Gällande regler

Genom direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid)<sup>3</sup> infördes EU-regler med krav på information före och efter handel för transaktioner med aktier som tagits upp till handel på en reglerad marknad. Mifid innehåller, till skillnad från de regler som gällde i Sverige vid den tidpunkt då direktivet antogs, inga krav på offentliggörande av information om transaktioner för andra finansiella instrument, som företagsobligationer. De svenska reglerna gick således längre än kraven i Mifid. För att öppenheten på obligationsmarknaden inte skulle försämrats behölls de svenska reglerna om offentliggörande av transaktioner med obligationer även efter att Mifid infördes. (Prop. 2006/07:115 s. 395).

I lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden (LV) finns bestämmelser om offentliggörande av uppgifter om kurser och omsättningsuppgifter för transaktioner med finansiella instrument. För till exempel företagsobligationer som handlas på en reglerad marknad eller en handelsplattform, ska värdepappersinstitut som har genomfört en transaktion med sådana finansiella instrument offentliggöra information om transaktionen i den utsträckning som, med beaktande av verksamhetens art och omfattning, behövs för att säkra en god genomlysning (9 kap. 9 § LV). Motsvarande krav finns för värdepappersinstitut som driver handelsplattformar och för börser (11 kap. 9 § och 13 kap. 9 § LV). Skyldigheten för värdepappersinstitut att offentliggöra information enligt 9 kap. 9 § LV gäller dock endast om transaktionen skett utanför en reglerad marknad eller handelsplattform.

Med stöd av bemyndiganden i LV och förordningen (2007:572) om värdepappersmarknaden har FI meddelat föreskrifter om skyldigheten att offentliggöra information efter handel. Enligt 7 kap. 3 § FFFS 2007:17 ska information om transaktioner med skuldebrev samt termins- och optionskontrakt avseende skuldebrev offentliggöras senast kl. 9.00 dagen efter affärsdagen och innehålla åtminstone följande uppgifter:

1. vägt snittpris avseende handlad volym under affärsdagen,
2. högsta avslutspris under affärsdagen,
3. lägsta avslutspris under affärsdagen, och
4. total volym för samtliga affärer under affärsdagen.

FI får, om det finns särskilda skäl och det är motiverat med hänsyn till effektiviteten för handeln besluta om dispens från kraven i 3 §.

<sup>3</sup> Europaparlamentets 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.

### 3. Öppenheten på obligationsmarknaden behöver bli större

Det sätt som marknaden för företagsobligationer är organiserad i Sverige tillsammans med en låg omsättning på företagsobligationsmarknaden sägs skapa svårigheter för aktörerna på marknaden att tillämpa bestämmelserna om information efter handel för skuldebrev. Inga avslut offentliggörs för andra skuldebrev än stats- och bostadsobligationer vilket fått till följd att det för närvarande helt saknas genomlysning av marknaden för företagsobligationer. Det innebär således att reglerna i lagen och föreskrifterna inte har följts. FI har heller inte ingripit mot detta.

Den bristfälliga öppenhet som råder inom handeln med företagsobligationer gör att marknaden inte fungerar så effektivt som den skulle kunna göra. Ökad genomlysning skulle förbättra förutsättningarna för att använda obligationsmarknaden för finansiering, bland annat genom att emittenterna får bättre möjligheter att prissätta sina obligationer. Denna finansieringsform kan på sikt bli av stor betydelse för framför allt mindre och medelstora företag. Även investerarna skulle kunna få bättre underlag inför ett investeringsbeslut och bättre möjligheter att verifiera att de priser de har handlat till är rimliga i förhållande till liknande transaktioner. Prisbildningen skulle bli bättre och mer robust, vilket kan öka drivkraften för att delta i marknaden. Det skulle också leda till en ökad likviditet vilket gynnar effektiviteten i marknaden. Vidare skulle information om till exempel priser kunna skapa bättre underlag för värdering av befintliga innehav, i exempelvis fonder, vilket kan gynna konsumenter och andra sparare. En bristande öppenhet när det gäller priser och volymer leder däremot till så kallade informationsasymmetrier vilket ger vissa aktörer möjlighet att tillägna sig vinster på andras bekostnad. Framst mindre aktörer missgynnas av detta förhållande.

Genom förordningen om marknader för finansiella instrument (Mifir)<sup>4</sup> kommer krav på öppenhet inom bland annat handeln med obligationer att införas även på EU-nivå när den börjar tillämpas (30 månader efter att förordningen träder i kraft). I artikel 21<sup>5</sup> Mifir föreskrivs följande. *“Investment firms which, either on own account or on behalf of clients, conclude transactions in bonds [...] traded on a trading venue shall make public the volume and price of those transactions and the time at which they were concluded. This information shall be made public through an approved publication arrangement”*. Huvudregeln i Mifir kräver alltså att information om enskilda transaktioner offentliggörs medan de nu gällande svenska reglerna endast kräver att information på aggregerad nivå offentliggörs. Offentliggörandet ska ske i realtid. Även enligt Mifir finns möjlighet till dispenser från kravet på offentliggörande. Dispenser kan ges för tidpunkten för offentliggörandet och vilken information som ska offentliggöras.

<sup>4</sup> Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Mifir). Förordningen har ännu inte översatts till svenska och har inte publicerats i Official Journal.

<sup>5</sup> Enligt version daterad den 29 april 2014, PE-CONS 22/14, 2011/0296 COD.

Mot bakgrund av ovanstående och den förändring som har skett på företagsobligationsmarknaden under de senaste åren är det enligt FI av stor vikt att öppenheten förbättras. FI bedömer också att det är lämpligt att redan nu ta ett första steg i riktning mot det striktare krav på öppenhet som kommer att ställas när Mifir börjar tillämpas.

De nuvarande reglerna i LV och FFFS 2007:17 bedöms vara ändamålsenliga för att tillgodose detta behov av ökad öppenhet. FI:s utgångspunkt är alltså att information ska offentliggöras i enlighet med nuvarande bestämmelser.

#### **4. Möjlighet till dispens**

I vissa sammanhang har det framförts att en tillämpning av reglerna om offentliggörande i praktiken tvingar värdepappersinstituten att offentliggöra enskilda avslut i företagsobligationer, vilket utsätter dem för risker då de handlar mot eget lager. Det kan påverka värdepappersinstitutens vilja att handla större belopp mot eget lager. I stället skulle affären genomföras först när det finns en köpare eller säljare till obligationerna. Sammantaget kan det innebära att möjligheten att omsätta stora volymer försämras eller tar längre tid och att priset på instrumenten påverkas. En mer långtgående konsekvens skulle kunna vara att värdepappersinstituten inte längre vill agera marknadsgaranter. Detta skulle i förlängningen kunna få en negativ effekt på de emitterande företagens möjligheter att låna pengar.

Enligt FI:s bedömning kan möjliga negativa effekter av att reglerna efterlevs delvis minskas genom att FI medger dispens från kravet på offentliggörande när det gäller transaktioner vars sammanlagda belopp överstiger en viss nivå under en affärsdag. Sådana dispenser får meddelas om det finns särskilda skäl och det är motiverat med hänsyn till effektiviteten för handeln (7 kap. 3 § FFFS 2007:17). Effektiviteten skulle kunna sägas påverkas negativt om en hög grad av öppenhet minskar likviditeten i handeln i väsentlig grad.

En dispens kan gälla kravet på att informationen ska offentliggöras senast kl. 9.00 dagen efter affärsdagen. FI kan således medge att informationen offentliggörs vid ett senare tillfälle. Hur lång fördröjning som kan medges avgörs av hur lång tid det i allmänhet tar för ett värdepappersinstitut som agerar marknadsgarant att hantera risken i sitt handelslager. Det bör i allmänhet inte bli fråga om längre tid än 14 dagar. Det åligger den som söker dispens att visa att effektiviteten i handeln påverkas om dispens inte medges och att det finns särskilda skäl för dispens.

En central fråga är vid vilken nivå, vilket värde för transaktionerna under en affärsdag, som dispenser kan sägas vara motiverade med hänsyn till effektiviteten för handeln. Företagsobligationsmarknaden har utvecklats i riktning mot fler transaktioner med lägre volymer samt med fler mindre investerare. Ur ett konsumentskyddsperspektiv motiverar det framför allt en ökad öppenhet

i fråga om transaktioner om mindre belopp. En mycket stor andel av antalet rapporterade transaktioner på företagsobligationsmarknaden görs på belopp om 5 miljoner kronor eller mindre (se bilaga 1). Om nivån för dispenser sattes till storleksordningen 5-10 miljoner kronor, skulle en stor andel av antalet transaktioner offentliggöras. En gräns på den nivån skulle dock skapa en segmenterad marknad. Det skulle bli ett segment av små poster som offentliggörs och ett annat segment med större poster som inte offentliggörs, och som sannolikt handlas till andra priser. För att förbättra prisbildningsmekanismen i marknaden och förbättra möjligheterna att värdera obligationer behöver således hänsyn även tas till hur stor andel av transaktionsvolymen som ska offentliggöras. Om gränsen för offentliggörande sätts vid 10 miljoner kronor skulle endast 13 procent av den omsatta volymen publiceras. Om gränsen i stället sätts vid 50 miljoner kronor skulle närmare 34 procent av beloppet bli genomlyst, baserat på uppgifterna för år 2013 (se bilaga 1).

Mot denna bakgrund menar FI att det finns skäl att sätta nivån för dispenser förhållandevis högt, och i vart fall inte lägre än 50 miljoner kronor. För transaktioner till ett sammanlagt belopp som under en affärsdag understiger denna nivå bedömer FI att risken för de negativa effekterna av alltför högt ställda krav på offentliggörande inte är så stor att en inskränkning i öppenheten är motiverad. Att samma nivå för dispenser tillämpas för alla sökande ger ökad förutsebarhet och kommer att underlätta för investerare och emittenter att värdera den information som offentliggörs.

FI kommer att utvärdera hur en ökad öppenhet påverkar marknaden. Om en sådan utvärdering skulle visa att aktiviteten förändrats på ett sätt som försvårar företagets finansiering eller som ger upphov till andra negativa effekter och att detta kan kopplas till att kravet på att offentliggöra uppgifter om handeln skärpts, kan FI komma att justera praxisen för dispenser. Omvänt skulle en utvärdering kunna visa att marknadens funktionssätt förbättrats i sådan grad att det finns skäl att gå vidare i riktning mot förbättrad öppenhet.

## Bilaga 1

FI har analyserat den transaktionsrapportering som myndigheten tar emot när det gäller företagsobligationer som är upptagna till handel på en reglerad marknad. Det finns viss osäkerhet i datamaterialet men analysen visar att omsättningen under år 2011 var i storleksordningen 31 miljarder kronor, under år 2012 cirka 70 miljarder kronor och under 2013 cirka 100 miljarder kronor. Dessa siffror skiljer sig från data som bankerna rapporterar till Riksbanken, vilka visar på omsättning för 2011, 2012 och 2013 på respektive cirka 40 miljarder kronor, 90 miljarder kronor och 126 miljarder kronor.<sup>6</sup> Anledningen till att statistiken skiljer sig åt är att Riksbankens statistik inte är justerad för dubbelräkning, vilket statistiken från FI:s transaktionsrapportering är.<sup>7</sup>

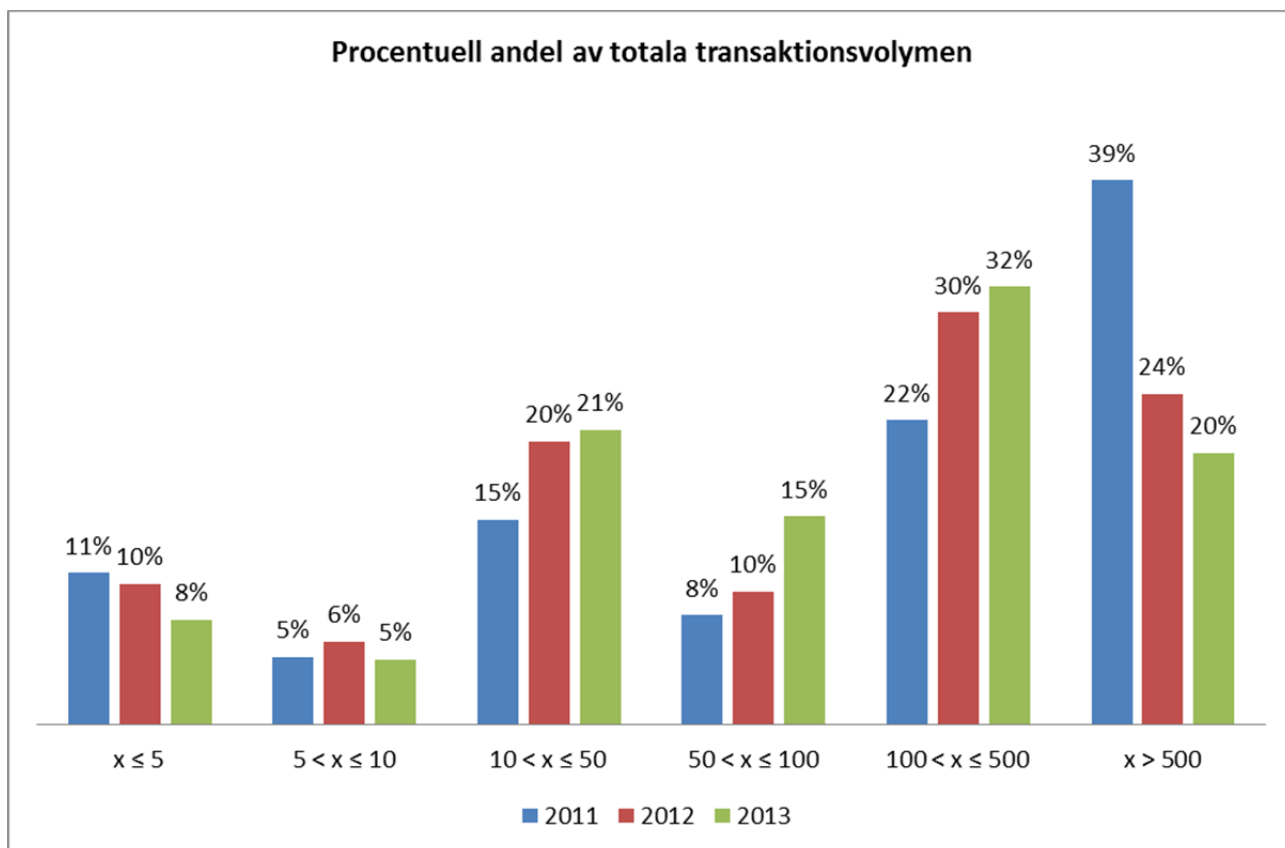
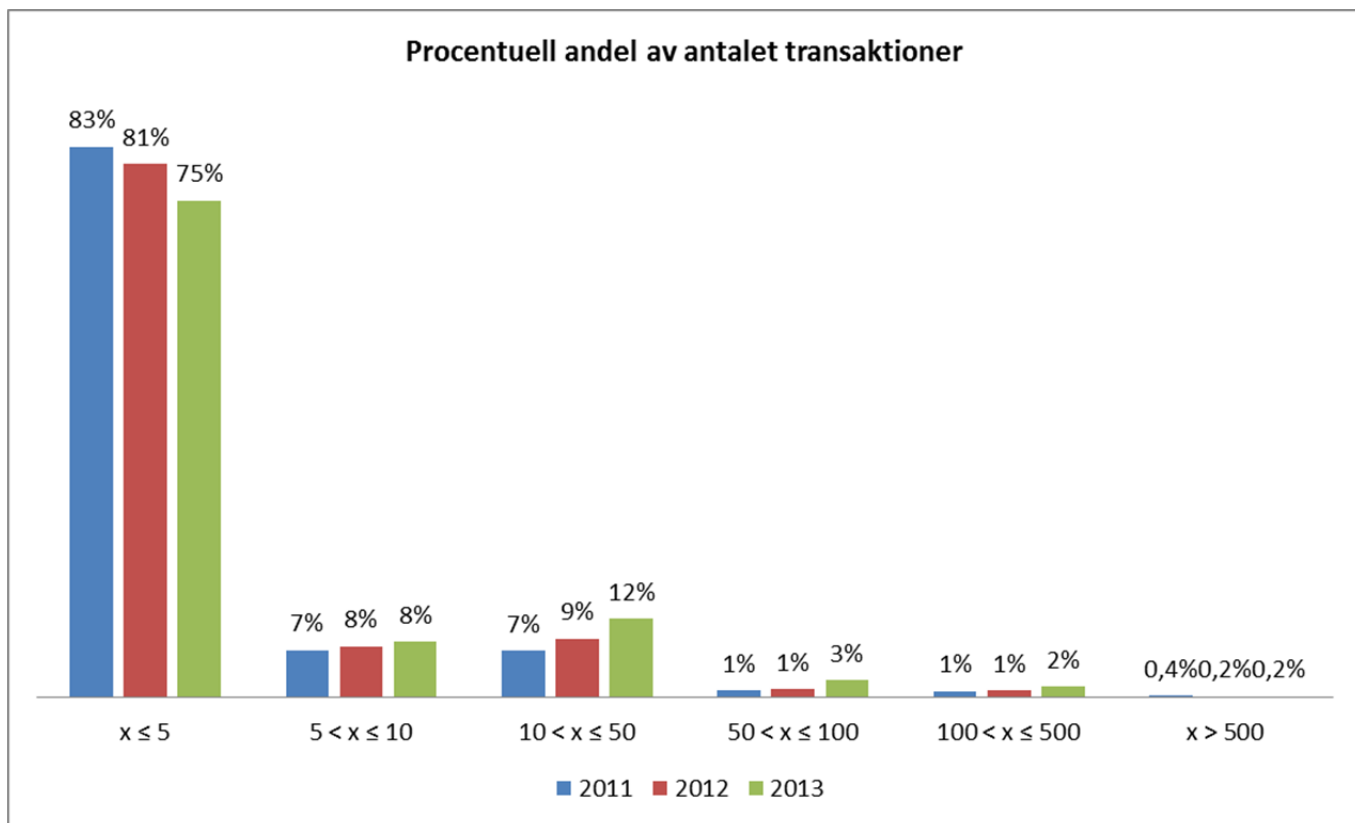
Inrapporterade transaktionsdata visar att mediantransaktionerna för alla tre år är cirka 1 miljon kronor. En mycket stor andel av antalet rapporterade transaktioner görs på belopp om 5 miljoner kronor eller mindre. Dock utgör inte dessa transaktioner en så stor del av den totala transaktionsvolymen i kronor. Fördelning för olika transaktionsstorlekar (miljoner kronor) presenteras i diagrammen nedan.

---

<sup>6</sup> Rapporteringen till Riksbanken omfattar den dagliga omsättningen i olika typer av räntebärande värdepapper denominerade i svenska kronor. Omsättningen rapporteras in av de fem storbankerna och tre utländska institut. Statistik från Riksbanken, Omsättning på penning- och obligationsmarknaden.

<http://www.riksbank.se/sv/Statistik/Penning-och-obligationsmarknad/>

<sup>7</sup> Om FI:s transaktionsdata inte skulle justeras för dubbelräkning finns det ändå skillnader mellan datamängderna. Denna skillnad beror på att Riksbankens statistik endast omfattar ett begränsat antal motparter medan FI:s transaktionsrapportering omfattar alla rapporteringskyldiga motparter.



Källa: FI:s Transaktionsrapporteringssystem (TRS), x är transaktionsstorlek i miljoner SEK.