

2017-04-26

Dnr RG 2017/563

Finansinspektionen  
Box 7821

## Remissyttrande - förslag till anpassning av transparensregler enligt Mifid 2/Mifir

### Sammanfattning

Riksgälden tillstyrker Finansinspektionens ställningstagande beträffande möjlighet att tillämpa uppskjutet offentliggörande av information enligt villkoren i Mifir artikel 11.1.

Riksgäldens avstyrker däremot Finansinspektionens förslag om att komplettera beviljande av uppskjutet offentliggörande med anpassad, tidigare lagd information enligt villkoren i MiFIR 11.3 a. Riksgälden anser att Finansinspektionen bör bevilja uppskjuten publicering avseende all information (tid, pris och volym) senast kl.19.00 två dagar efter transaktionstillfället. I de övergripande politiska besluten gavs möjligheten att för större volymer få respit med offentliggörande av affären för att inte utsätta marknaden för otillbörliga risker. Förslaget att offentliggöra priset för större affärer inom 15 minuter innebär att marknaden kommer att utsättas för sådana risker.

Riksgälden anser att Finansinspektion ytterligare bör förtydliga om det är hemlandslagstiftning eller värdlandslagstiftning som gäller vid handel över gränserna. Det är vidare viktigt att regelverket utformas så att konkurrensneutraliteten värnas.

### Bakgrund

Riksgäldskontoret (Riksgälden hädanefter) välkomnar möjligheten att lämna synpunkter på Finansinspektionens förslag till anpassning av transparensregler enligt förordningen om marknader för finansiella instrument. Riksgälden har bland annat till uppgift att ta upp lån och förvalta statskulden. Det medför att remissyttrandets huvudfokus är på förslagets effekter på statsobligationsmarknaden även om det viktigt är att se till de bredare effekterna på räntemarknaderna i allmänhet.

Handel i statsobligationer och andra räntebärande instrument är nära knutna till varandra. Till exempel kan marknadsgaranter i säkerställda obligationer använda statsobligationer (eller derivat kopplade till statsobligationer) för att hantera sina risker. Dessa aktiviteter bidrar till likviditeten och djupet på statsobligationsmarknaden. Åtgärder som skadar handeln i andra räntebärande obligationer kan därmed få skadliga effekter även på statsobligationsmarknaden och vice versa. Detta är särskilt märkbart på en liten marknad som den svenska, med en egen valuta.

Dessutom sker handel i statsobligationer och andra obligationer med stöd av samma handelsinfrastruktur. I den utsträckning handel med andra räntebärande instrument missgynnas, kommer en större andel av kostnaderna för infrastrukturen att bäras av handeln med statsobligationer. Detta kommer i förlängningen höja statens finansieringskostnader för statspappersmarknaden.

Det är särskilt viktigt att uppmärksamma att likviditeten hos ett instrument beror på hur det handlas, till exempel på en börs vilket är vanligast när det gäller aktier eller via marknadsgaranter vilket är vanligast när det gäller statsobligationer. Systemet med marknadsgaranter gör det till exempel möjligt att handla betydligt större volymer än vad som är möjligt i en börshandel. Obligationshandeln är dessutom främst en handel mellan professionella institutionella placerare. Transparensreglerna måste fastställas med hänsyn till att marknader skiljer sig åt och fyller olika behov. Det är också viktigt att reglerna kan revideras om det visar sig att effekterna på likviditeten blir oacceptabla.

Ur ett bredare perspektiv anser Riksgälden att Finansinspektionen inte tillräckligt har beaktat den uttryckliga ambitionen i nivå 1-beslutet, nämligen att anpassa reglerna för transparens till de olika marknadernas och instrumentens särdrag. Att hitta ett välavvägt regelverk för detta är en komplex uppgift, men det återspeglar den grundläggande komplexiteten i de processer som är föremål för reglering. Om Finansinspektionen inte fäster tillräcklig vikt vid detta, riskerar Sverige att missa MiFID:s yttersta mål, nämligen att göra de finansiella marknaderna mer effektiva, i stället för att se transparens som ett mål i sig.

Staten behöver ha hög beredskap att kunna låna stora belopp under kort tid och stora årliga refinansieringsbehov ska göras med minimala störningar till låga kostnader. Detta förutsätter en bred investerarbas och en likvid marknad för statsobligationer. Riksgälden har en omfattande och frekvent dialog med de viktigaste investerarna på den globala marknaden. Pristransparens är aldrig en fråga som kommer upp i sådana samtal, däremot är utvecklingen av likviditeten en återkommande fråga. Likviditeten har utan tvekan försämrats de senaste åren. En fortsatt försämring av likviditeten skulle kunna bli mycket problematisk för Riksgäldens förmåga att upprätthålla investerarbasen och därmed för Riksgäldens uppdrag att finansiera statsskulden till lägsta möjliga kostnad med begränsade risker.

Riksgälden har tillsammans med andra statliga och privata aktörer arbetat aktivt de senaste åren för att åstadkomma en reglering av transparenskraven som stödjer likviditeten och värnar en framtida statsobligationsmarknad. I de politiska besluten som sedan fattades av Europeiska unionen tillgodosågs de önskemål som framförts av bland andra mindre länder som Sverige, att inte tillämpa samma regler för transparens för stora transaktioner i statsobligationer som tillämpas för mindre volymer och i extremt stora och likvida marknader.

Det är med förvåning Riksgälden kan konstatera att de framgångar som Sverige uppnått i de politiska diskussionerna och de generella regelverk som sedan utformats på europeisk nivå, nu inte används och utnyttjas i Finansinspektionens förslag. Finansinspektionen bortser helt från det som ansetts vara väsentliga krav för svensk del i sitt förslag.

Riksgäldens bedömning är att det finns risk för allvarliga konsekvenser för statsobligationsmarknaden om inte de möjligheter som ges av det övergripande regelverket tillämpas.

Ett system med marknadsgaranter där garanten tar på sig risken att köpa eller sälja ett värdepapper av en kund, med de marknadsriskerna detta innebär, förutsätter att garanten också får rimlig tid att avveckla risken innan affären offentliggörs. Förslaget att offentliggöra priset för större affärer inom 15 minuter innebär att marknaden utsätts för risker som nivå 1-regleringen skapat möjlighet att undvika i tillämpningsföreskrifterna.

## Detaljerade synpunkter

### Fråga 1

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

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

### Fråga 2

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

Riksgälden tillstyrker Finansinspektionens ställningstagande beträffande möjlighet att tillämpa uppskjutet offentliggörande enligt villkoren i MiFIR.

### Fråga 3

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

Riksgäldens avstyrker Finansinspektionens förslag om en anpassning av villkoren för beviljande av uppskjutet offentliggörande av information efter avslutade transaktion på den svenska marknaden. Riksgälden anser att Finansinspektionen bör främja en harmonisering och tillåta att alla uppgifter kring transaktion publiceras senast kl. 19.00, två dagar efter transaktionstillfället.

En publicering av all information med undantag för volym för respektive transaktion enligt regeln 11.1 a (i) på den svenska medför en stor risk för de banker som åtagit sig att ställa priser på statspapper. Den svenska räntemarknaden består av ett fåtal intermediärer som handlar förhållandevis stora volymer. Att offentliggöra pris enligt huvudregeln, inom 15 minuter, kan ge övriga aktörer information om vilken volym som handlats. Att offentliggöra priset för en transaktion är med andra ord i princip samma sak som att offentliggöra volym.

Som tidigare framhållits, innebär handel via marknadsgaranter där garanten tar på sig risken att köpa eller sälja ett värdepapper av en kund med de marknadsriskerna detta innebär, att

garanten också får rimlig tid att avveckla risken innan affären offentliggörs. Detta gäller större marknadspåverkande volymer. I de övergripande tidigare politiska besluten gavs därför möjligheten att för större volymer få respit med offentliggörande av affären för att inte utsätta marknaden för otillbörliga risker. Förslaget att offentliggöra priset för större affärer inom 15 minuter innebär att marknaden utsätts för sådana risker som nivå 1-regleringen skapat möjlighet att undvika i tillämpningsföreskrifterna.

Vidare anser Riksgälden att publicering på aggregerad nivå av minst fem transaktioner under samma dag enligt regel 11.1 a (ii) inte är praktisk tillämpbar med hänsyn tagen till ovannämnda regel.

Det är oklart om värdlands- eller hemlandsprincipen som ska tillämpas. I en situation där olika regler skulle gälla för återförsäljare till Riksgälden beroende på olika regler till följd av olika hemlandsregleringar skulle innebära helt olika förutsättningar beroende på hemland. En situation där andra regler skulle gälla i andra värdländer än Sverige skulle sannolikt handeln helt enkelt lämna Sverige och riskera att Riksgälden skulle förlora några av sina starkaste återförsäljare på den svenska marknaden.

#### **Fråga 4**

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

Riksgälden avstyrker Finansinspektionens förslag om att inte tillåta förlängd uppskjutandetid enligt artikel 11.3 b-d MiFIR. För stora handelsposter är förlängt offentliggörande av stor betydelse för att en marknadsaktör ska ha möjlighet att hantera sin marknadsrisk.

---

Hans Lindblad, beslutande

---

Thomas Olofsson, föredragande