



Diskussionspapir

Transparens og likviditet

*Handelsgennemsigtighed og velfungerende marked
for realkreditobligationer*

1. Indledning og sammenfatning

Handelsgennemsigtighed kan bidrage til velstand og velfærd

Handelsgennemsigtighed er et centralt princip inden for markedsregulering, og graden af gennemsigtighed kan påvirke, hvor godt de finansielle markeder fungerer.

Myndighedernes krav til handelsgennemsigtighed kan dermed have betydning for, hvor stort et bidrag de finansielle markeder kan yde til vores velstand og velfærd. Graden af gennemsigtighed kan f.eks. påvirke, hvor effektiv kreditformidlingen er, og derigennem have virkning på dansk økonomi gennem bl.a. virksomhedernes konkurrenceevne eller mulighederne for, at familierne kan finansiere en bolig.

Det optimale gennemsigtighedsniveau afhænger af forholdene på markedet

Det optimale niveau for handelsgennemsigtighed i forhold til at sikre velfungerende finansielle markeder afhænger af flere forhold, og myndighederne vil ofte skulle foretage en afvejning mellem modsatrettede hensyn.

På den ene side har en høj grad af gennemsigtighed positiv effekt på markedet i form af øget likviditet og konkurrence. Oplysninger om de aktuelle købs- og salgspriser samt markedsdybden for både ordrer og faktiske handler giver alle investorer et mere oplyst grundlag at træffe deres beslutninger på. Samtidig bliver forskellen på adgangen til information mindre investorerne imellem. Den øgede gennemsigtighed gør, at investorerne bedre og nemmere kan vurdere de priser, som de bliver tilbudt i markedet. Det bidrager til lave transaktionsomkostninger og en effektiv prisdannelse. Samtidig styrker det investorernes tillid til, at de handler til de "rigtige" priser, hvilket kan tiltrække flere investorer og styrke omsætningen.

På den anden side kan en høj grad af gennemsigtighed have negative konsekvenser for markedet, særligt fordi det kan mindske likviditeten. Det vil sige, at det kan blive vanskeligere for markedsdeltagerne at gennemføre større handler hurtigt og til lave omkostninger og med en beskeden effekt på priserne.

Risikoen for lavere likviditet skyldes, at ved høj handelsgennemsigtighed kan det være sværere at gennemføre store handler, ligesom det kan være mindre attraktivt at være market maker. Hvis f.eks. en market maker vil sælge en stor mængde værdipapirer og med det samme skal offentliggøre detaljerede oplysninger om dette, så kan de andre markedsdeltagere udnytte denne information og straks sætte deres købspriser ned.

Nye krav til handelsgennemsigtighed i EU

EU ønsker at fremme handelsgennemsigtigheden på de finansielle markeder i Europa, men er samtidig opmærksom på, at høj gennemsigtighed på nogle markeder kan få negative følger for likviditeten.

På den baggrund indføres i EU nye fælleseuropæiske krav til både før- og efterhandels-gennemsigthed for alle finansielle instrumenter, der handles på organiserede handels-pladser. Det sker gennem EU-forordningen om markeder for finansielle instrumenter (Mi-FIR), som træder i kraft 3. januar 2018.

Forordningen indeholder bl.a. krav om, at en operatør af en markedsplads skal offentlig-gøre de aktuelle købs- og salgspriser samt oplysninger om markedsdybden (førhandels-gennemsigthed). Når en handel er indgået, skal markedsoperatørerne og værdipapir-handlerne desuden offentliggøre bl.a. pris, mængde og tidspunktet for transaktionen (ef-terhandelsgennemsigthed). Det skal ske så hurtigt som teknisk muligt og indtil januar 2020 senest 15 minutter efter, at handlen er indgået. Efter januar 2020 skal offentliggø-relsen ske senest fem minutter efter, at handlen er indgået.

Oplysningskravene svarer omtrent til de krav, som aktier handlet på regulerede markeder har været underlagt siden 2007.¹ Disse krav bliver dermed udbredt til også at gælde for bl.a. realkredit-, erhvervs- og statsobligationer, derivater og strukturerede produkter.

MiFIR giver mulighed for, at de nationale myndigheder (i Danmark Finanstilsynet) kan give markedsoperatørerne og værdipapirhandlere af de forskellige finansielle instrumen-ter mulighed for visse fritagelser fra kravene om handelsgennemsigthed. Fritagelserne har navnlig til formål at mindske offentliggørelseskravene til store eller illikvide ordrer og handler for at modvirke eventuelle negative konsekvenser for likviditeten.

Finanstilsynet er særligt opmærksom på graden af handelsgennemsigthed på realkreditobligationsmarkedet

Det danske marked for realkreditobligationer vil være omfattet af kravene til handelsgen-nemsigthed i MiFIR. Det er et meget vigtigt marked for dansk økonomi og det finansielle system, ligesom det på en række områder adskiller sig fra de øvrige finansielle markeder i EU.

Finanstilsynet er derfor særligt opmærksom på, hvordan handelsgennemsigthed kan påvirke det danske marked for realkreditobligationer. Det indebærer også overvejelser om, hvorvidt Finanstilsynet skal gøre brug af mulighederne i MiFIR for at fritage handel med realkreditobligationer for krav om handelsgennemsigthed – og i givet fald hvilke fritagelser der skal gives.

I den forbindelse skal man være opmærksom på, at gennemsigthed på både før- og efterhandelssiden kan have forskellig betydning for de forskellige typer markedsdeltagere. Store aktører som f.eks. store institutionelle investorer eller banker, der agerer mar-ket makere, har typisk et stort handelsvolumen, og de må forventes at have et grundigt markedskendskab og løbende følge prisudviklingen. Meget af den information, der of-fentliggøres som følge af krav om handelsgennemsigthed, vil derfor allerede være kendt af dem. Omvendt handler små investorer og almindelige realkreditkunder sjældent i de forskellige obligationsserier. De er dermed mere afhængige af den information, som

¹ Se Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter.

offentliggøres. Øget gennemsigtighed vil derfor alt andet lige gøre det nemmere for dem at bestemme den "rigtige" pris og dermed gøre det mere attraktivt for dem at handle. Finanstilsynet ønsker derfor at indsamle betragtninger og argumenter fra alle interessenter om handelsgennemsigtighed på både før- og efterhandelssiden samt fritagelserne herfra.

På den baggrund har Finanstilsynet udarbejdet dette diskussionspapir. Det introducerer, hvilke konsekvenser handelsgennemsigtighed og de tilhørende fritagelsesmuligheder kan have for markedet på realkreditobligationer.² Med afsæt heri beskriver diskussionspapiret også kort de forskellige muligheder for fritagelse samt forhold på markedet for realkreditobligationer, som kan have betydning for konsekvenserne af handelsgennemsigtighed.

Desuden holder Finanstilsynet et seminar den 30. marts 2017 om handelsgennemsigtighed og likviditet på markedet for realkreditobligationer. Her vil forskellige typer markedsdeltagere give deres syn på handelsgennemsigtighed, ligesom seminaret gerne skal sikre en offentligt debat om emnet. Det styrker Finanstilsynets beslutningsgrundlag til at vurdere, om der skal gives eventuelle fritagelser for kravene til handelsgennemsigtighed.

2. Særlige hensyn til det danske marked for realkreditobligationer

Fordele og ulemper ved handelsgennemsigtighed på markedet for realkreditobligationer skal afvejes i forhold til hinanden. Finanstilsynet skal finde den rette balance, samtidig med at der skal tages hensyn til, hvilke fritagelser andre lande indfører. Det er en forudsætning, at der tages højde for, at det danske marked for realkreditobligationer på en række punkter skiller sig ud i forhold til de øvrige europæiske finansielle markeder.

De nye EU-regler skal erstatte nationale regler om handelsgennemsigtighed

I dag har Danmark fastsat nationale regler om efterhandelsgennemsigtighed for realkreditobligationer,³ mens der ikke er fastsat lovmæssige krav til førhandelsgennemsigtighed.

De aktuelle krav indebærer, at handel med realkreditobligationer skal offentliggøres så tæt på realtid som muligt og senest tre minutter efter, at handlen har fundet sted. Offentliggørelsen af store handler, dvs. over 100 mio. kr., kan dog udskydes til handelsdagens afslutning.

² For mere detaljeret information se Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) og Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 om markeder for finansielle instrumenter (MiFIR) og tilhørende regulatorisk teknisk standard.

³ Se Bekendtgørelse nr. 1178 af 11. oktober 2007 om bindende prisstillelser på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer.

Hvis Finanstilsynet ikke giver fritagelser for kravene til handelsgennemsigtighed, vil de nye regler medføre et betydeligt højere gennemsigtighedsniveau for handel med realkreditobligationer i Danmark, jf. oversigten i tabel 1. Det gælder både efter en handel og især før en handel.

Hvis Finanstilsynet omvendt giver alle fritagelserne, og markedsdeltagerne udnytter dem, vil det medføre betragteligt mindre efterhandelsgennemsigtighed. Det ses bl.a. ved, at hvis handelsmønstrene er som i 2. halvår 2016, vil over 90 pct. af obligationsserierne kunne fritages som følge af illikviditet. Disse serier står for halvdelen af den udestående mængde.

Ved fritagelser på efterhandelssiden har Finanstilsynet dog visse muligheder for at øge gennemsigtigheden. Det kan ske ved, at Finanstilsynet kan anmode markedsoperatørerne og værdipapirhandlerne om, at de skal offentliggøre et begrænset antal oplysninger om handlen i den periode, hvor oplysningerne ellers kan udsættes som følge af fritagelsen.

Tabel 1: Ændring i handelsgennemsigtighed på markedet for realkreditobligationer som følge af offentliggørelsesforpligtelserne i MiFIR

	Ingen fritagelser	Alle fritagelser
<i>Før handel</i>	Højere gennemsigtighed	Højere gennemsigtighed
<i>Efter handel</i>	Højere gennemsigtighed	Lavere gennemsigtighed

Anm.: Tabellen angiver de kvalitative ændringer i handelsgennemsigtighed i forhold til den nuværende situation.

Det er frivilligt for markedsoperatørerne og værdipapirhandlerne, om de vil udnytte eventuelle fritagelser. De kan altså – trods eventuel mulighed for fritagelser – vælge at offentliggøre oplysninger om ordrene og/eller handlerne. Det bidrager ad frivillig vej til højere gennemsigtighed end de minimumskrav, som følger af MiFIR og de eventuelle fritagelsesmuligheder, som gives af de nationale myndigheder.

Risiko for svækket likviditet på markedet for realkreditobligationer

På en række punkter adskiller forholdene på det danske marked for realkreditobligationer sig fra aktiemarkedet. Det optimale niveau for handelsgennemsigtighed er derfor ikke nødvendigvis det samme på de to markeder.

På markedet for realkreditobligationer er handlerne få, men typisk store, jf. afsnit 3. Det medfører lav sandsynlighed for at matche en køber og en sælger på et givet tidspunkt. Kun 3 pct. af realkreditobligationshandlerne foregår på markedspladserne. Market makere spiller derfor i det nuværende system en central rolle i at formidle handel med realkreditobligationer.

Såfremt kravene til handelsgennemsigtighed bevirker, at det bliver sværere og mindre attraktivt at indgå store handler, vil det kunne svække likviditeten i obligationsmarkedet. Det gælder især, hvis market makerne ikke længere – eller kun i begrænset omfang – vil agere i markedet.

Hvis market makerne mindsker deres rolle, kan det være ekstra alvorligt, da markedsdeltagerne peger på, at market makerne i forvejen er blevet mindre villige til at absorbere eventuelle ubalancer mellem udbud og efterspørgsel i markedet.⁴

Handelsgennemsigtighed kan dog også være til fordel for en market maker, da også market makeren får mere information. Hvis market makeren f.eks. handler med aktører, som har en særlig information om handlen med visse papirer, vil market makeren formentligt få tab på disse handler. Hvis der er høj gennemsigtighed, vil market makeren hurtigere kunne se, hvordan markedet bevæger sig, og bruge denne information til at sætte en pris, som ikke giver tab. I givet fald vil det have positiv virkning på, hvor attraktivt det er at foretage market making.

Fritagelser i andre lande kan få betydning for Danmark

Konsekvenserne af eventuelle danske fritagelser for handel med realkreditobligationer afhænger bl.a. af, hvilke fritagelser der er i andre lande. Det afspejler, at kravene til handelsgennemsigtighed for danske realkreditobligationer afhænger af kravene i det land, hvor den part, som har offentliggørelsesforpligtelserne, er registreret.

Det er op til det enkelte land, om det vil give fritagelserne, blot de er forenelige med de relevante krav i MiFIR. Det giver et potentiale for store forskelle i handelsgennemsigtighed på tværs af EU-landene.

Finanstilsynet er p.t. ikke bekendt med, at andre lande har meldt endeligt ud, om de vil give mulighed for fritagelser for handelsgennemsigtighed og i givet fald hvilke fritagelser, de vil give. Der er dog indikationer på, at det britiske tilsyn vil give mulighed for alle fritagelserne. Desuden har de fleste lande under de nuværende regler ikke fastsat krav til gennemsigtighed på hverken før- eller efterhandelssiden, hvilket kan trække i retning af, at de vil give alle fritagelserne.

Hvis Finanstilsynet ikke giver alle fritagelserne, kan det muligvis bevirke, at handlen primært kommer til at foregå hos værdipapirhandlere eller på markedspladser, som er registreret i et land med alle fritagelserne. Det har dog ikke været tilfældet med de nuværende regler om efterhandelsgennemsigtighed, selvom de er mere vidtgående end i mange andre lande. Det kan afspejle, at andre forhold end handelsgennemsigtighed har haft større betydning for, hvor værdipapirhandlerne placerer handlen, f.eks. tekniske løsninger, samarbejde med andre værdipapirhandlere etc. De nye regler i MiFID II/MiFIR kan dog sammen med afledte effekter heraf potentielt ændre denne situation.

⁴ Se Likviditet på markedet for realkreditobligationer, *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår 2015, Danmarks Nationalbank.

3. Egenskaber ved markedet for realkreditobligationer

Det afhænger af forskellige egenskaber ved markedet, hvad konsekvenserne af handelsgennemsigtighed og de mulige fritagelser herfor kan blive for det danske marked for realkreditobligationer.

I det følgende vil det blive beskrevet nærmere, hvem der typisk står bag handlerne, og hvordan de foregår, hvor store handlerne typisk er, og hvor ofte der handles.

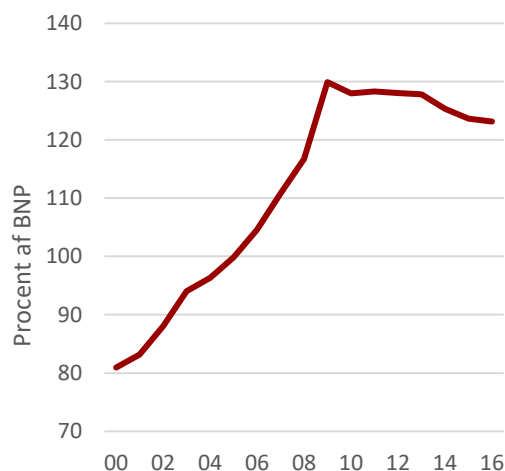
Overordnet er det danske marked for realkreditobligationer kendetegnet ved, at handlerne og ordrerne generelt er få, men forholdsvis store, en del serier er små og (relativt) illikvide, og der er udbredt brug af market making. Det giver nogle særlige udfordringer for likviditeten. Samtidig er der dog også en relativ høj grad af indbyrdes substitution mellem visse obligationsserier, hvilket smitter positivt af på den enkelte series likviditet.

Endvidere betyder de relativt få spillere i markedet, at der kan være betydelige forskelle på, hvilke informationer de enkelte investorer har. Nye og mindre investorer kan f.eks. have relativt mindre information end market makerne, og de kan derfor finde det mere vanskeligt at bestemme den "fair" pris for en obligation. Det kan potentielt hæmme omsætningen og dermed have skadelige virkninger for markedet.

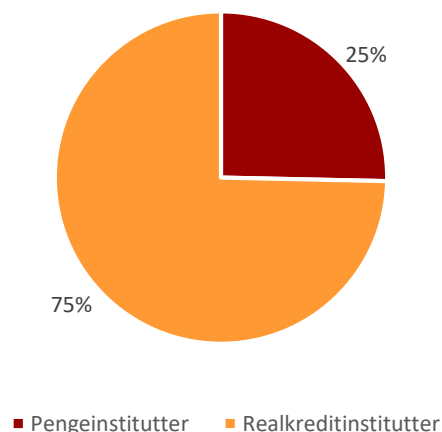
Realkreditmarkedet er centralt for det danske finansielle system

Niveauet for handelsgennemsigtighed for de danske realkreditobligationer kan have stor betydning for dansk økonomi og det finansielle system, da realkreditobligationer spiller en stor og central rolle i Danmark. Realkreditlån udgør knap 125 pct. af BNP, jf. figur 1A. Samtidig står de for tre fjerdedele af det samlede udlån fra kreditinstitutterne til husholdninger og erhverv, jf. figur 1B.

Figur 1A: Realkreditudlån er højt i forhold til BNP...



Figur 1B: ... og udgør det meste af kreditinstitutternes udlån til husholdninger og erhverv



Anm.: Figur 1A viser det indenlandske realkreditudlån i forhold til BNP. I figur 1B er anvendt data fra ultimo 2016.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

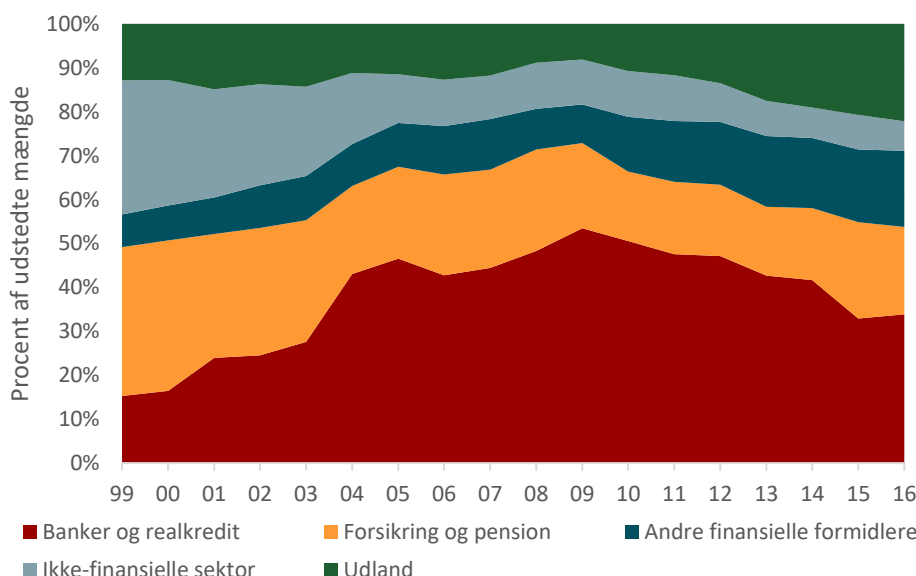
Realkreditsektoren er desuden tæt knyttet til det øvrige finansielle system, fordi obligationerne i vid udstrækning bliver anvendt som likviditets- og formueinstrumenter. Det skal ses i lyset af, at realkreditobligationer har høj kreditvurdering, og likviditetsniveauet generelt bliver vurderet højt.⁵

Investorer køber realkreditobligationer med forskellige formål

Den danske realkreditsektor er meget koncentreret. Seks realkreditinstitutter udsteder realkreditobligationer. Heraf står de tre største, Nykredit inkl. Totalkredit, Realkredit Danmark og Nordea Kredit, for over 83 pct. af den udestående mængde og 68 pct. af obligationsserierne.

Investorerne er typisk danske. Udlandets ejerandel er dog steget de senere år til over 20 pct., jf. figur 2.

Figur 2: Investorerens ejerandel af realkreditobligationer



Anm.: Ejerandel ultimo året beregnet ud fra obligationernes nominelle værdi. Ufordelte andele er ikke medregnet.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Realkreditobligationshandlernes størrelse og hyppighed bestemmes bl.a. af, at obligationerne kan være med til at dække investorernes forskellige investeringsbehov. Forsikrings- og pensionssektoren ejer eksempelvis typisk lange obligationer for at matche deres langfristede forpligtelser, mens bankerne ofte ejer korte obligationer midlertidigt, f.eks. i forbindelse med deres likviditetsstyring. Desuden har nogle banker også realkreditobligationer til brug for deres market making-aktiviteter.

⁵ Det høje likviditetsniveau vises i flere analyser, se f.eks. European Banking Authority (2013), Report on appropriate uniform definitions of extremely high quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Article 509(3) and (5) CRR, december 2013; Buchholst, B., J. Gyntelberg og T. Sangill, (2010), Liquidity of Danish Government and Covered Bond – Before, During and After the Financial Crisis, *Working paper* nr. 70, Danmarks Nationalbank og Dick-Nielsen, J., J. Gyntelberg og T. Sangill (2012), Liquidity in Government versus Covered Bond Markets, *Working paper* nr. 83, Danmarks Nationalbank.

Skæv fordeling i obligationsseriernes størrelser

Ved udgangen af 2016 var den udestående mængde af danske realkreditobligationer 2.675 mia. kr. fordelt på 1.569 serier.

Udeståendet var koncentreret i store serier. Således stod de 10 pct. største serier for to tredjedele af det samlede udestående, jf. figur 3. Det betyder også, at der er mange meget små serier. F.eks. havde 37 pct. af serierne et udestående på under 75 mio. kr.

Som udgangspunkt må en serie forventes at være mindre likvid, des mindre udestående. I illikvide serier kan offentliggørelse af oplysninger om selv få ordrer og transaktioner potentielt have stor betydning for prisdannelsen. Realkreditobligationer er dog – modsat andre værdipapirer, f.eks. aktier – relativt ens og kendetegnet ved, at de ligger omkring en rentekurve, dvs. at obligationer med stort de samme karakteristika har omtrent samme forventet afkast for en given løbetid. Det bevirker en høj grad af substitution mellem de enkelte obligationsserier, hvilket giver større likviditet end den enkelte series størrelse i sig selv ville give.

Figur 3: Udeståendet er koncentreret i få, store serier



Anm.: Udestående pr. ultimo januar 2017.

Kilde: Bloomberg.

Det høje antal obligationsserier afspejler bl.a., at realkreditinstitutterne udbyder en bred palet af låntyper. Det gælder f.eks. obligationer med forskellige restløbetider, rentebindingsperioder og variable rentesatser. Desuden er refinansieringsauktionerne for de 1-årige rentetilpasningslån spredt ud på flere terminer i løbet af året. De mange låntyper bevirker, at der er et tilsvarende højt antal obligationsserier. Det skyldes balanceprincippet, hvor der er en tæt kobling mellem de ydede lån og de udstedte obligationer.

Dertil kommer, at en obligationsserie ikke kan lukkes, så længe der fortsat er låntagere, som betaler tilbage på lån bag serien. Dermed kan nogle serier have meget lave udeståender, hvis langt de fleste – men ikke alle – oprindelige låntagere har betalt lånet tilbage, f.eks. i forbindelse med en konvertering til et andet lån.

Få, men store handler i realkreditobligationer

Handelsdata for 2. halvår 2016 viser, at der er få, men relativt store handler for realkreditobligationer. Således er halvdelen af handlerne over 1,1 mio. kr., mens det samme tal for aktier og investeringsbeviser til sammenligning er 25.000 kr., jf. tabel 2. Størstedelen af handlerne sker i forbindelse med, at boligejere optager eller tilbagebetaler et lån, mens en mindre del er videresalg af obligationerne til investorer.

En meget stor del af realkreditobligationsserierne bliver handlet yderst sjældent. Hvis man rangordner serierne efter, hvor ofte de handles, så vil netop den serie, hvor halvdelen af serierne handles sjældnere (medianen), i gennemsnit blive handlet 0,16 gange pr. dag, jf. tabel 2. Der vil altså i gennemsnit gå mere end seks handelsdage, før den vil blive handlet. Til sammenligning vil den aktie, hvor halvdelen af aktierne og investeringsbeviserne handles sjældnere, i gennemsnit blive handlet syv gange på en dag.

Tabel 2: Få og store handler i realkreditobligationer sammenlignet med aktier

Percentil	Handelsstørrelse, 1.000 kr.		Antal handler pr. dag	
	Realkreditobligationer	Aktier og investeringsbeviser	Realkreditobligationsserier	Aktier og investeringsbeviser
25	345	10	0	2,6
50	1.100	25	0,16	7,0
75	3.074	51	3,8	22
90	25.000	93	16	115
95	68.000	143	51	915

Anm.: Tallene i samme percentil for "Handelsstørrelse" og "Antal handler pr. dag" knytter sig ikke til hinanden. For "Handelsstørrelse" er percentilerne opgjort efter størrelsen på alle handler på tværs af obligationsserier henholdsvis aktier og investeringsbeviser. "Antal handler pr. dag" angiver det gennemsnitlige daglige antal handler i den obligationsserie eller aktie/investeringsbevis, som rangordnet efter antal handler ligger i den angivne percentil.

Kilde: TRS-data for 2. halvår 2016. TRS-data er værdipapirhandlernes indberetninger til Finanstilsynet om transaktioner med børsnoterede værdipapirer.

Market makere er centrale for at formidle handel med realkreditobligationer

Handel med realkreditobligationer sker i altovervejende grad gennem bankerne, som fungerer som market makere. Det afspejler, at der er mange serier, og at handlerne typisk er få, men store, hvilket medfører lav sandsynlighed for at matche en køber og en sælger på et givet tidspunkt.

De fleste handler med realkreditobligationer er under 5 mio. kr., da de er relateret til en enkelt boligejers lånoptagelse eller -indfrielse. Parallelt med dette ønsker investorerne at aftage eller sælge store portioner obligationer ad gangen, ofte i størrelsesordenen 25-500 mio. kr.

Dette umiddelbare misforhold gøres muligt ved, at market makerne står for formidlingen mellem boligejere, der handler i mindre mængder, og investorer, som handler i store blokke.

Market makerne spiller derfor en vigtig rolle i forbindelse med at formidle handel med realkreditobligationer eller ved selv at stille op som modpart. Market makernes forretningsmodel består i at tjene på forskellen mellem købs- og salgsprisen.

Market makerne stiller løbende priser på en række obligationer. Det sker bl.a. gennem to market maker-ordninger i regi af Børsmæglerforeningen og Finans Danmark, men også for obligationer, som ikke er omfattet af disse ordninger.⁶

Hvis en market maker ikke kan formidle handlen til den stillede pris, kan den vælge at lade handlen ske gennem sin egen balance. På den måde absorberer den eventuel uligevægt mellem udbud og efterspørgsel. På tidspunkter, hvor investorerne kun vil sælge obligationer, kan market makeren fortsætte med at købe obligationerne til sin egenbeholdning, indtil alle investorerne har solgt det, de gerne vil. Og hvis investorerne kun vil købe obligationer, så kan market makeren sælge obligationer fra sin egenbeholdning, indtil alle investorerne har fået opfyldt deres efterspørgsel, eller market makeren ikke ejer flere obligationer.

I et sådant prisdrevet marked har markedsdeltagerne mulighed for at handle obligationer gennem market makerne til et prisniveau, som er givet ved market makernes løbende prisstillelser.

I de senere år er der dog tegn på, at market making-aktiviteterne generelt bliver mindre og fokuseret på færre obligationer. Det skal ses i sammenhæng med faldende omsætning i repomarkedet, og at bankernes lagerbeholdninger af realkreditobligationer er faldende.⁷

Denne udvikling trækker i retning af et mere ordredrevet marked. I et ordredrevet marked vil handlerne i højere grad være afhængige af, at market makerne direkte kan matche køber og sælger. Hvis en obligation handles relativt sjældent, kan det derfor tage relativt lang tid.

⁶ De to ordninger er henholdsvis en prisstillerordning for realkreditobligationer kaldet Quote on request, hvor der er mulighed for at lade såvel obligationer som realkreditfutures være omfattet af forpligtelserne, og en market maker-ordning for realkreditobligationer med løbetid op til 13 måneder. Deltagelse i begge ordninger er frivillig, og der deltager syv banker i Quote on request og seks banker i ordningen for obligationer med en løbetid op til 13 måneder. Det gælder for begge ordninger, at de er gensidigt forpligtende for de deltagende banker, og det er kun dem, der kan benytte ordningen.

⁷ Se Likviditet på markedet for realkreditobligationer, *Finansiel Stabilitet*, 2. halvår 2015, Danmarks Nationalbank.

Handlen med realkreditobligationer foregår over the counter

Det danske marked for realkreditobligationer er altovervejende et over the counter-marked (OTC). Det vil sige, at to parter handler direkte uden om markedspladserne. Næsten 97 pct. af omsætningen foregik OTC i 2. halvår 2016.

Den udbredte brug af OTC-handel skal ses i lyset af den relativt begrænsede likviditet for mange realkreditobligationsserier, og af at handlerne ofte er af en betragtelig størrelse. Også i andre lande foregår obligationshandlerne generelt som OTC.

Når obligationerne bliver handlet OTC, foregår det oftest som request-for-quote. Det vil sige, at investoren spørger, hvad prisen er for en given obligation. Det sker typisk via en række platforme, som f.eks. chatfora, telefon eller market makerens egne systemer.

Små investorer har ikke adgang til de platforme, hvor OTC handlerne foregår. I stedet må de gå gennem deres bank, hvor de fleste banker tilbyder handel med de mest almindelige obligationsserier i deres internetbanker. Det sker imidlertid til en højere kurs end på markedspladserne, da banken tager en avance for at facilitere handlen. Dertil kommer eventuel kurtage og kursskæring, som banken kan vælge at beregne i forbindelse med handlen.

MiFIR giver skærpede regler for offentliggørelseskrav til OTC-handler

Kravene til handelsgennemsigtighed for OTC-handler vil med MiFIR blive skærpet.⁸

På førhandelssiden betyder det, at hvis en kunde ringer og får en fast pris på et likvidt papir, så skal prisen – modsat i dag – offentliggøres. Prisen skal gælde mindst så længe, at kunden har tilstrækkelig tid til, at han kan nå at handle til denne pris. Offentliggørelsen af prisen skal ske så hurtigt som teknisk muligt efter, at prisen er blevet givet, uanset om der er blevet handlet eller ej. Offentliggørelsespligten omfatter ikke indikative priser, hvilket f.eks. er de priser, som en værdipapirhandler giver til en kunde, som ikke vil handle lige nu, men forsøger at få et billede af prisniveauet.

I MiFIR er det ikke specificeret, hvor en værdipapirhandler, som er forpligtet til offentligt at stille bindende priser for obligationer, skal offentliggøre den stillede pris, men det kan f.eks. være gennem en markedsplads. Mere generelt vil de skærpede krav til førhandelsgennemsigtighed for handel via telefon medføre et behov for øget brug af elektroniske systemer til at registrere og offentliggøre de bindende prisstillelser og den videre behandling af dem.

Især mindre investorer kan have fordel af høj handelsgennemsigtighed

Mangel på handelsgennemsigtighed kan medvirke til, at det for nogle obligationer kan være ekstra vanskeligt at bestemme den "fair" pris.

⁸ Der er i Danmark dog p.t. en brancheaftale om at offentliggøre oplysninger om OTC-handlerne via Nasdaq Copenhagen, hvilket ad frivillig vej bidrager til øget efterhandelsgennemsigtighed.

Det kan især være svært som følge af strukturerne på markedet for realkreditobligationer. En del serier bliver f.eks. sjældent handlet. For disse serier gælder det, at enhver oplysning om eventuelle ordrer eller handler giver relativt meget ekstra viden. Omvendt betyder det ikke så meget, om man har en oplysning yderligere om en ordre eller handel i en obligation, der handles ofte, og som man derved i forvejen ved meget om.

Øget handelsgennemsigtighed vil betyde flere informationer. Det gør det derfor lettere at bestemme den "fair" pris for obligationer, der sjældent bliver handlet.

Det kan især have stor værdi for de mindre investorer, fordi deres markedskendskab må forventes at være mindre end hos de større investorer. Det afspejler bl.a., at de små investorer, f.eks. almindelige borgere og mindre institutionelle investorer, handler sjældnere. Desuden har de færre ansatte og/eller kontakter i markedet, som kan give dem relevant viden. De er derfor mere afhængige af offentlig information om ordrer og handler.

4. Beskrivelse af mulige fritagelser

MiFIR giver de kompetente myndigheder mulighed for under visse forudsætninger at fritage markedsoperatørerne og værdipapirhandlerne for nogle af de offentliggørelsesforpligtelser, som skal bidrage til øget handelsgennemsigtighed.

På førhandelssiden kan myndighederne give dispensation for forpligtelsen til at offentliggøre oplysninger om ordrene. På efterhandelssiden kan de give tilladelse til, at offentliggørelsen om transaktionen bliver udsat til – som standard – den anden handelsdag efter transaktionen.

Figur 4 viser, hvilke forhold ved ordrene og handlerne der kan give mulighed for fritagelse. Sammen med deres formål er de beskrevet nærmere nedenfor.

Figur 4: Handler og ordrer, der kan give fritagelse



Kriterierne for, at en myndighed kan give mulighed for fritagelse, er fastsat i MiFIR. Der gives ikke mulighed for, at de nationale myndigheder kan tilpasse disse kriterier til nationale forhold, f.eks. ved at ændre på grænserne for, hvornår et papir kan defineres som illikvidt, eller hvornår en ordre eller handel er stor i forhold til den normale handelsstørrelse.

På samme måde angiver MiFIR de præcise krav til offentliggørelse i situationer både med og uden fritagelse. Det er ikke muligt for myndighederne at justere disse krav. Hvis en myndighed vælger at give en fritagelse, kan myndigheden altså ikke fastsætte individuelle krav for det enkelte marked.⁹ På samme måde kan myndigheden heller ikke lempe eller dispensere fra nogle af kravene, hvis der ikke er givet fritagelse.

Store ordrer og transaktioner i forhold til normal handelsstørrelse

Ordre eller transaktioner, som er store i forhold til den normale handelsvolumen (såkaldt *large in scale*), kan fritages for kravene til handelsgennemsigtighed både før og efter en handel.

Formålet med fritagelsen er, at det skal være muligt at købe eller sælge større beholdninger af realkreditobligationer, uden at prisen bliver påvirket som følge af offentliggørelsesforpligtelserne i MiFIR.

⁹ MiFIR giver dog mulighed for, at de kompetente myndigheder ved en tilladelse til at udsætte offentliggørelse kan anmode om offentliggørelse af et begrænset antal oplysninger om en eller flere transaktioner i sammenfattet form eller en kombination heraf under udsættelsesperioden.

På førhandelssiden defineres en ordre på realkreditobligationer som large in scale, hvis den målt på den nominelle værdi er over 300.000 euro og større end 70 pct. af de handler, som fandt sted for covered bonds på alle EU-handelspladser i det foregående år.¹⁰ Tilsvarende gælder det på efterhandelssiden, at en transaktion skal ligge over den 90. percentil for at blive defineret som large in scale.

Store ordrer og transaktioner i forhold til det specifikke handelsinstrument

Danske realkreditobligationer bliver primært handlet gennem market markere, og de handler typisk via chatfora eller over telefon. Det kan derfor have betydning for danske realkreditobligationer, at der er mere lempelige krav til ordrestørrelsen for at blive fritaget, hvis der stilles bindende priser i et request-for-quote-system (dvs. når en investor spørger på en pris, f.eks. i et chatforum) eller i et voicehandelssystem (dvs. et handelssystem, hvor transaktionen aftales mundtligt).

MiFIR giver mulighed for at fritage en sådan ordre, hvis den målt på den nominelle værdi er over 300.000 euro og større end 30 pct. (40 pct. ved fuld indfasning) af de handler, som fandt sted for covered bonds på alle EU-handelspladser i det foregående år.

Tilsvarende kan der på efterhandelssiden gives fritagelse for transaktioner, som ligger over den 80. percentil. I modsætning til førhandelssiden er fritagelsen ikke begrænset til, at handlen skal være gennemført i bestemte handelssystemer. Til gengæld er det en betingelse, at handlen er gennemført af en værdipapirhandler, som handler for egen regning med en anden modpart og dermed er udsat for markedsrisiko.

Disse ordrer og handler omtales som *size specific to financial instrument*.

Grænsen på førhandelssiden afspejler en afvejning mellem to væsentlige forhold:

På den ene side skal market makerne kunne fritages for offentliggørelsesforpligtelserne. Disse kan nemlig gøre det mindre attraktivt for market makerne at stå for formidling mellem investorer, der ønsker at handle i store portioner, og boligejere, som har behov for at handle i mindre mængder.

På den anden side er det en fordel for realkreditkunderne at kunne følge priserne på de obligationer, som har betydning for deres lånetransaktioner.

På den baggrund er grænsen på førhandelssiden sat ud fra den omtrentlige gennemsnitspris på en bolig. Dermed kan realkreditkunder med en bolig til en gennemsnitlig pris eller derunder f.eks. følge ordrepriserne på de obligationer, som har betydning for deres boligfinansiering. Omvendt kan market makerne fortsat stille priser på ordrer større end den gennemsnitlige boligpris og samtidig undgå at blive udsat for en utilsigtet risiko som følge af offentliggørelsesforpligtelserne.

¹⁰ Da det tager tid at indsamle data, offentliggør Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) tærsklen 30. april hvert år ud fra handlerne i det foregående kalenderår.

Illikviditet

Illikvide papirer kan fritages for offentliggørelsesforpligtelserne på både før- og efterhandelsiden.

En realkreditobligation defineres i MiFIR som illikvid, hvis blot ét af de tre nedenstående kriterier ikke var opfyldt i det foregående kvartal:

- Den gennemsnitlige daglige omsætning var mindst 100.000 euro.
- Det gennemsnitlige antal handler pr. dag var mindst to.¹¹
- Obligationen blev handlet mindst 80 pct. af markedspladsens handelsdage.

Endelig gælder det ved nyudstedelser, at en realkreditobligation bliver defineret som illikvid, hvis der er udstedt for mindre end 0,5 mia. euro.¹² Denne definition er indført, fordi der ikke findes tilstrækkelige handelsdata for nyudstedte obligationer.

For størstedelen af de danske realkreditobligationer er mindst ét af kriterierne ovenfor ikke opfyldt, jf. afsnit 5, og de kan derfor defineres som illikvide.

Begrundelsen for fritagelsen for illikvide papirer er, at selv små ordrer eller handler kan påvirke prisen relativt meget. Ved at fritage disse papirer for oplysningsforpligtelserne bliver prisen forsinket til efter, at handlen – og evt. også andre handler – er gennemført. Det kan forbedre markedsdeltagernes muligheder for at handle og gøre det mere attraktivt at eje disse illikvide papirer.

Ordre opbevaret i et ordrestyringssystem

Ordre, der bliver opbevaret i et ordrestyringssystem på markedspladsen, kan få dispensation fra offentliggørelsesforpligtelserne (den såkaldte *order management facility waiver*). Dispensationen kan gælde for de såkaldte stopordrer og iceberg-ordrer.

Stopordrer er ordre, som er lagt ind i systemet, men som først bliver sendt til ordrebogen og dermed offentliggjort, når prisen når et forudbestemt niveau.

Iceberg-ordrer anvendes, når en investor ønsker at splitte en større handel i flere mindre dele for på den måde at opnå en bedre pris. Det sker ved, at investor sender hele ordren til handelssystemet, som kun gør en del af ordren synlig, som om det var en enkeltstående ordre. Resten af ordren ligger til opbevaring i systemet. Når den synlige ordre er handlet, bliver en ny ordre automatisk synlig osv.

Handelssystemerne kan automatisk håndtere stop- og iceberg-ordrer i et opbevaringssystem. Herved kan markedspladsen facilitere og organisere håndtering af ordre på en ensartet og omkostningseffektiv måde. Alternativt skulle investorerne selv aktivt lave en

¹¹ Grænsen indføres over tid. I perioden 3. januar 2018 til 15. maj 2019 (fase 1) er grænsen 15 handler i gennemsnit pr. dag, derefter er grænsen 10 det næste år (fase 2), 7 det følgende år (fase 3) og 2 fra 16. maj 2021 (fase 4). Hermed er grænsen fuldt indfaset.

¹² Grænsen indføres, så den fra januar 2018 til slutningen af 2019 er 1 mia. euro, hvorefter den er 0,5 mia. euro.

ny ordre, hver gang den tidligere ordre var blevet eksekveret (iceberg-ordre), eller når prisen havde nået et bestemt niveau (stopordre).

Særlig fritagelse for værdipapirhandlere, der stiller bindende priser

I MiFIR er der en særlig mulighed for fritagelse for værdipapirhandlere, som er forpligtede til offentligt at stille bindende priser til kunder for obligationer optaget til handel på en markedsplads. Disse værdipapirhandlere bliver såkaldte systematiske internalisatorer i det finansielle instrument, når de ud fra fastsatte kriterier på organiseret, hyppigt, systematisk og væsentligt grundlag handler for egen regning, når de udfører kundeordrer uden for de organiserede handelspladser.

Systemiske internalisatorer er ikke omfattet af nogen former for offentliggørelsesforpligtelser på førhandelssiden, når de handler illikvide papirer eller i størrelser, som opfylder kriteriet for store handler i forhold til det specifikke handelsinstrument. Det gælder også, selvom Finanstilsynet ikke giver nogle fritagelser.

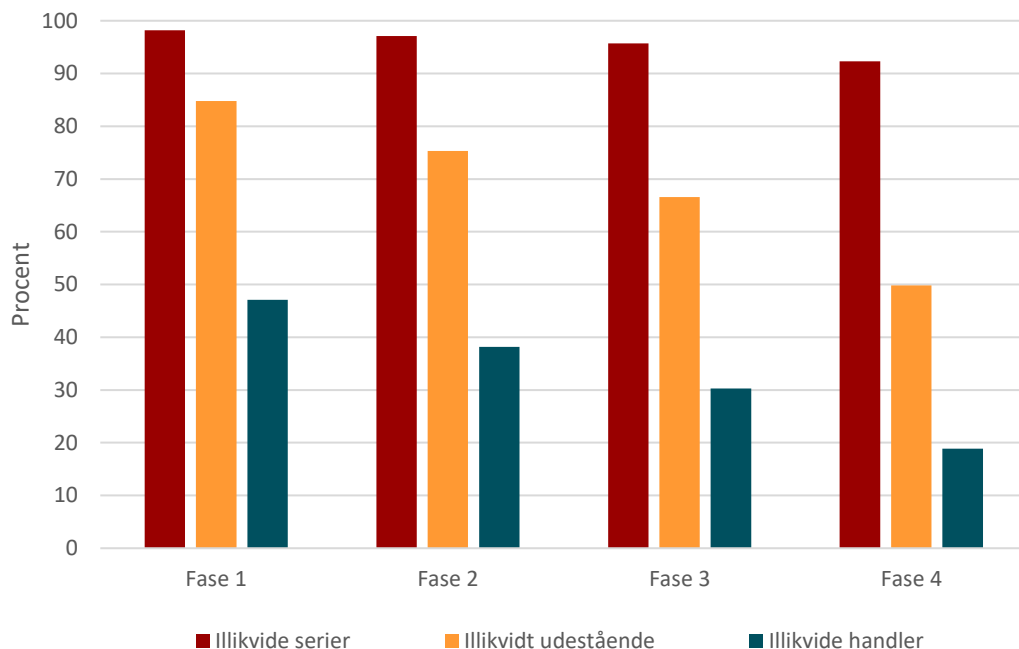
5. Handel med realkreditobligationer og kriterier for fritagelser

Det vil medføre en stor reduktion i efterhandelsgennemsigtigheden, hvis Finanstilsynet vælger at give fritagelse på baggrund af illikviditet, og markedsdeltagerne vælger at udnytte denne mulighed. Det afspejler, at flere obligationer vil kunne blive fritaget end med de gældende regler.

I 2. halvår 2016 ville 92 pct. af obligationsserierne (ekskl. nyudstedelser) således falde ind under mindst ét af kriterierne for illikviditet og dermed kunne blive fritaget, jf. "Fase 4" i figur 5. Det er dog relativt små serier, så de udgjorde halvdelen af det samlede udestående. Serierne handles ikke så ofte, og de repræsenterede 19 pct. af det samlede antal handler.

Disse tal er baseret på, at kriteriet for det gennemsnitlige antal handler pr. dag er to og dermed fuldt indfaset. Hvis kriteriet i stedet bliver sat til 15 handler i gennemsnit pr. dag, hvilket er grænsen fra januar 2018 til midten af maj 2019, vil 98 pct. af obligationsserierne kunne defineres som illikvide, jf. "Fase 1" i figur 5.

Figur 5: De fleste realkreditobligationsserier kan defineres som illikvide



Anm.: Faserne henviser til indfasningen af antallet af daglige handler. Grænsen for det gennemsnitlige antal daglige handler er i "Fase 1" 15, i "Fase 2" ti, i "Fase 3" syv og i "Fase 4" to.

Kilde: TRS-data fra 2. halvår 2016.

Især kriteriet om, at obligationen skal handles mindst 80 pct. af handelsdagene, bevirker, at obligationerne bliver defineret som illikvide. Under indfasningen af grænsen for det gennemsnitlige antal handler fra 15 til 2 vil dette kriterium dog også ofte være årsag til, at en obligationsserie kan defineres som illikvid.

Det er værd at bemærke, at beregningerne er foretaget på en periode, før det nye regelsæt under MiFID II/MiFIR anvendes. De nye regler kan sammen med andre forhold bevirke ændrede adfærdsmønstre, hvilket kan påvirke f.eks. handlerne og udstedelserne. I givet fald vil det også have betydning for, hvor mange obligationer der kan defineres som illikvide.

I det følgende vises det på baggrund af handelsdata fra 2. halvår 2016, hvordan handlerne i markedet for realkreditobligationer relaterer sig til illikviditetskriterierne og kriteriet for store handler i forhold til normal handelsstørrelse, jf. afsnit 4.

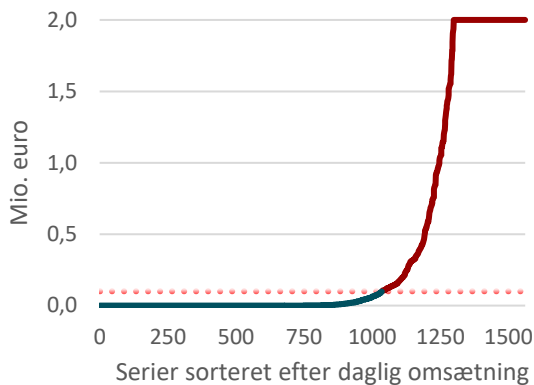
Gennemsnitlig daglig omsætning er lav for mange obligationsserier

Størrelsen på den gennemsnitlige daglige omsætning kan i MiFIR give anledning til, at en obligationsserie kan defineres som illikvid og dermed kan give mulighed for fritagelse.

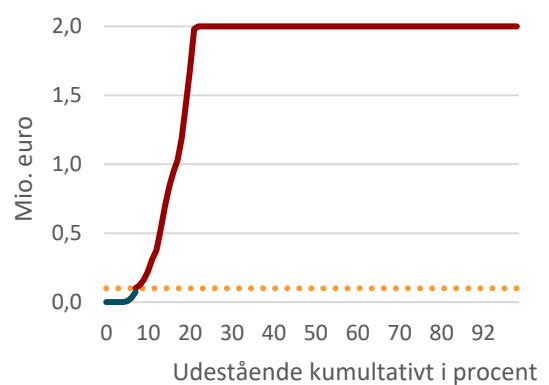
Den daglige gennemsnitlige omsætning er beskednen i størstedelen af de danske realkreditobligationsserier, jf. figur 6A. Kun en tredjedel af serierne havde en omsætning over

100.000 euro i 2. halvår 2016. Til gengæld er det nogle relativt store serier, og de stod for 93 pct. af den samlede udestående mængde, jf. figur 6B.

Figur 6A: Kun få obligationsserier har høj gennemsnitlig daglig omsætning...



Figur 6B: ... men de har store udestående mængder



Anm.: Omsætning er målt ved obligationernes nominelle værdi. I figurerne er omsætningen vist som 2 mio. euro. for obligationer, der har en gennemsnitlig daglig omsætning på mindst 2 mio. euro.

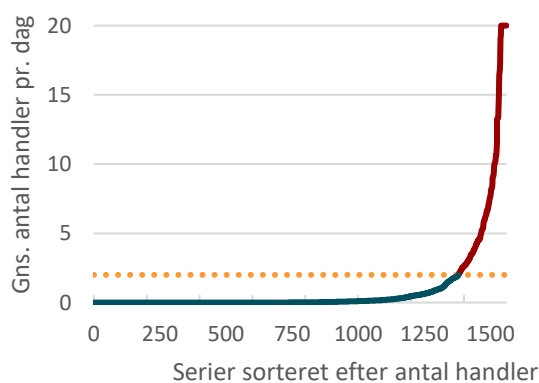
Kilde: TRS-data for 2. halvår 2016.

Hverken antallet af serier eller udestående mængde er særlig følsom over for en ændring i tærsklen for den gennemsnitlige daglige omsætning. F.eks. har 29 pct. af serierne, der står for 90 pct. af udestændet, en daglig omsætning over 200.000 euro.

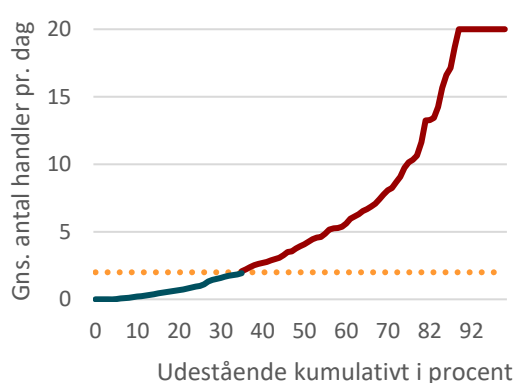
Antal daglige handler er generelt lavt

Hovedparten af de danske realkreditobligationer bliver handlet sjældent. Således blev kun 12 pct. af obligationsserierne i gennemsnit handlet mere end to gange om dagen i 2. halvår 2016, jf. figur 7A. Serierne var dog store, så de stod for 65 pct. af det samlede udestående, jf. figur 7B.

Figur 7A: Få obligationsserier handles flere gange om dagen...



Figur 7B: ... men deres udestående er stort



Anm.: I figurerne er det gennemsnitlige antal daglige handler vist som 20 for serier, der handles i gennemsnit mindst 20 gange om dagen.

Kilde: TRS-data for 2. halvår 2016.

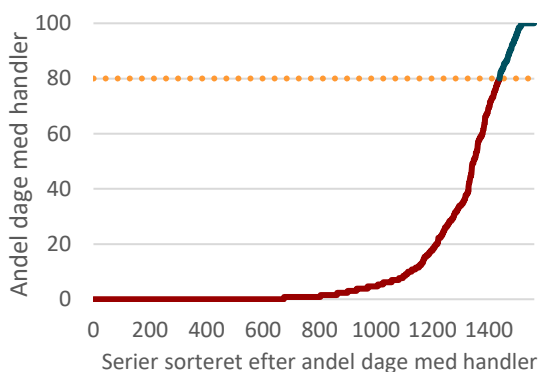
Hvis der i stedet tages udgangspunkt i tærskelværdien fra 3. januar 2018 til 15. maj 2019, dvs. mindst 15 handler i gennemsnit pr. dag, findes det, at disse obligationsserier stod for blot 15 pct. af det samlede udestående, og at de udgjorde kun 2 pct. af det samlede antal serier.

En del obligationsserier handles sjældent

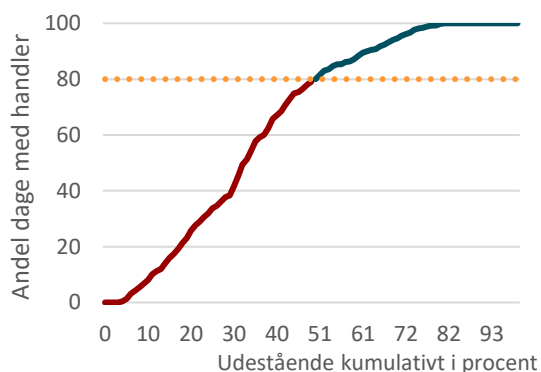
Det lave antal handler med realkreditobligationer bevirker sammen med det høje antal serier, at der er en del dage, hvor nogle af serierne ikke bliver handlet.

Hvis kriteriet er, at der skal ske handel i en serie mindst 80 pct. af markedspladsens handelsdage, ville kun knap 8 pct. af serierne leve op til dette i 2. halvår 2016, jf. figur 8A. Disse serier udgjorde dog 52 pct. af det samlede udestående, jf. figur 8B. Hverken antallet af serier eller udestående mængde er særlig følsom over for ændringer i denne tærskelværdi.

Figur 8A: Få serier handles ofte...



Figur 8B: ... men de har et stort udestående



Kilde: TRS-data for 2. halvår 2016.

Udestående mængde i nyudstedte realkreditobligationer er relativt lav

Kun få serier med nyudstedte danske realkreditobligationer har en udestående mængde over 1 mia. euro. I slutningen af januar 2017 var det tilfældet for kun 8 pct. Disse serier stod dog for 73 pct. af den udestående mængde i nyudstedelserne.

Hvis der i stedet ses på nyudstedte serier med en udestående mængde over 0,5 mia. kr., udgjorde disse serier 98 pct. af den udestående mængde nyudstedelser, hvilket svarer til 42 pct. af serierne.

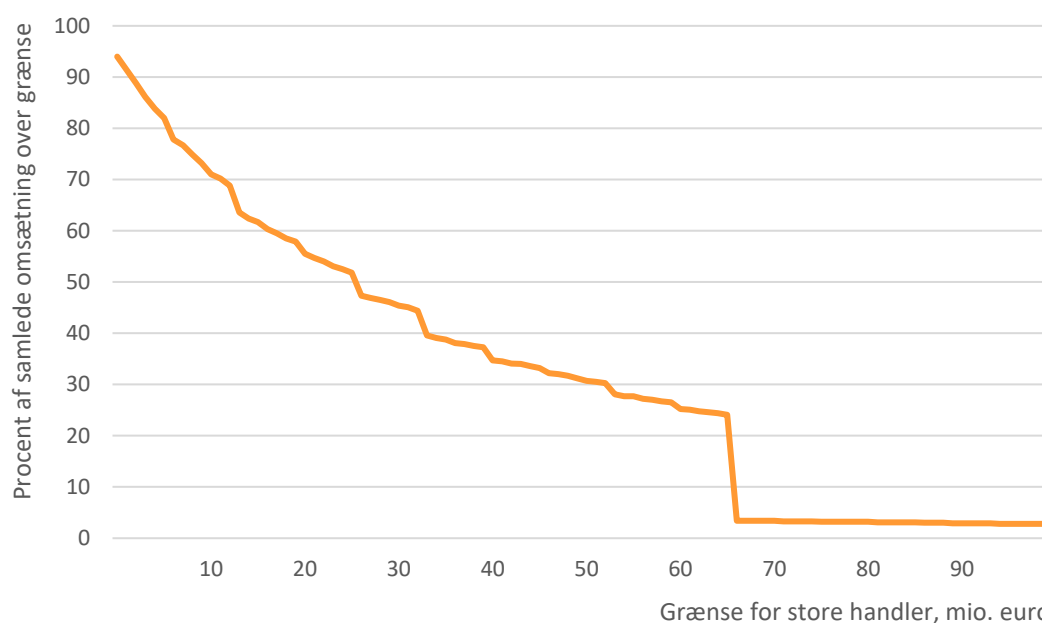
Fritagelse af store ordrer og handler kan omfatte en stor del af omsætningen

Handlerne i danske realkreditobligationer er generelt store. Large in scale-kriteriet vil derfor muligvis kunne omfatte en stor del af omsætningen, som dermed vil kunne fritages, hvis Finanstilsynet giver mulighed for fritagelse som følge af dette kriterie.

Det er aktuelt ikke muligt præcist at afgøre, hvor stor en andel af omsætningen der vil kunne defineres som large in scale. Det skyldes, at grænsen for, hvornår en ordre eller transaktion kan defineres som large in scale, ændres over tid.

På baggrund af foreløbige, fælleseuropæiske data har ESMA dog beregnet, at large in scale-tærsklen formentligt kommer til at ligge omkring 5,5 mio. euro. Ved denne grænse ville 83 pct. af omsætningen af danske realkreditobligationer i 2. halvår 2016 ligge herover, jf. figur 9.

Figur 9: Stor del af omsætningen kan potentielt defineres som large in scale



Anm.: Figuren viser andelen af den samlede omsætning af danske realkreditobligationer, som ligger over en given hypotetisk grænse for store handler i forhold til normal handelsstørrelse (large in scale). Knækket ved 65 mio. euro afspejler, at det er en ofte anvendt handelsstørrelse.

Kilde: TRS-data fra 2. halvår 2016.

6. Proces for fritagelser

Finanstilsynet vil i løbet af 1. halvår 2017 vurdere, om det på henholdsvis før- og efterhandelssiden vil give fritagelser for offentliggørelsesforpligtelserne i MiFIR, og i givet fald hvilke fritagelser.

Hvis en operatør af en markedsplads ønsker at blive fritaget for oplysningsforpligtelserne på førhandelssiden, skal den – foruden at opfylde de eventuelle fritagelseskriterier – sende en ansøgning til Finanstilsynet. Aktuelt er Nasdaq den eneste operatør af en markedsplads i Danmark.

For at sikre, at en eventuel fritagelse har virkning, når MiFIR træder i kraft den 3. januar 2018, vil Finanstilsynet bede om ansøgninger om fritagelser på førhandelssiden senest

1. juni 2017. Det sikrer Finanstilsynet tilstrækkelig tid til at behandle ansøgningen og udarbejde en underretning til ESMA og de øvrige kompetente myndigheder, hvis Finanstilsynet vurderer, at ansøgningen skal imødekommes.

Herefter kører ESMA en proces for at kontrollere, om fritagelsen på førhandelssiden er forenelig med de relevante krav i MiFIR. ESMA har oplyst, at de vil behandle underretninger fra myndighederne fra august til slut-november 2017. Underretningerne kan sendes før august, men vil ikke blive sagsbehandlet.

På efterhandelssiden skal ESMA alene overvåge anvendelsen af Finanstilsynets godkendelser. Finanstilsynet forventer derfor at kunne etablere en mere smidig proces på efterhandelssiden. Finanstilsynet vil senere på året offentliggøre yderligere information i forhold til processen for fritagelser på efterhandelssiden.

7. Finanstilsynet ønsker interessenters vurdering af handelsgennemsigtighed

Finanstilsynet inviterer alle interessenter til at give deres vurdering af handelsgennemsigtighed og dens effekt på markederne, herunder de forskellige muligheder for fritagelser for offentliggørelse.

Finanstilsynet er særligt interesseret i overvejelser i forhold til realkreditobligationer, men værdsætter også betragtninger i forhold til andre finansielle instrumenter.

Vurderinger og betragtninger bedes sendt senest den 21. april 2017 til hg_svar@ftnet.dk.