



Finansinspektionen  
Box 6750  
113 85 STOCKHOLM

SVERIGES RIKSBANK  
SE-103 37 Stockholm  
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00  
Fax +46 8 21 05 31  
registratorn@riksbank.se  
www.riksbank.se

DNR 2007-131-STA

ESTABLISHED 1668

## Yttrande över remiss om Handeln med statsobligationer (FI Dnr 06-4354-309)

2007-02-23

*Riksbanken välkomnar att Finansinspektionen utvecklar sin syn på regleringen och tillsynen av räntemarknaden, men konstaterar att det saknas övertygande argument för en mer omfattande reglering eller tillsyn av räntemarknaden utifrån ett stabilitets-, konsumentskydds- och effektivitetsmotiv.*

Yttrandet inleds med ett antal övergripande synpunkter på finansiell särreglering generellt och reglering av räntemarknaden specifikt. Därefter besvaras de konkreta frågor som avslutar Finansinspektionens diskussionspromemoria. Riksbankens yttrande skall ses som inslag i en pågående diskussion snarare än som definitiva ställningstaganden.

### Övergripande synpunkter

Riksbanken välkomnar att Finansinspektionen har beslutat sig för att utveckla "sin syn på behovet av regler och tillsyn för räntemarknaden". Finansinspektionens marktillsyn har historiskt fokuserat på aktiemarknaden och dess aktörer snarare än på räntemarknaden. Frågor kring regler och tillsyn av räntemarknaden aktualiseras dock eftersom flera av de senaste årens EG-direktiv på värdepappersområdet, särskilt MiFID<sup>1</sup>, har – eller kan komma att ha – betydelse även för räntemarknaden.

Enligt Riksbankens mening är behovet av särskild reglering av räntemarknaden begränsat. Eventuell särreglering och tillsyn av räntemarknaden måste utformas med utgångspunkt i en tydlig behovsanalys. Riksbankens principiella syn är att offentliga ingrepp genom reglering eller tillsyn endast bör förekomma om det finns tydliga skäl att befara marknadsmisslyckanden, t.ex. negativa externa effekter eller konkurrensbegränsningar. Dessutom måste regleringens nytta överstiga dess samhällsekonomiska kostnader.<sup>2</sup> En orsak till denna principiella hållning är att särregleringar av marknader tenderar att få betydande negativa

<sup>1</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID).

<sup>2</sup> Riksbanken presenterade en mer utförlig analys kring villkoren för en finansiell särreglering i artikeln "Ekonomiska motiv för reglering av den finansiella sektorn" i Riksbankens rapport Finansiell stabilitet 2005:1, sid. 71-92.

■ konsekvenser på effektiviteten. Regleringar tenderar också ofta att bli rigida vilket hämmar utvecklingen av nya handelsformer. Detta torde vara speciellt negativt för de finansiella marknaderna som är under kontinuerlig förändring.

På det finansiella området brukar särreglering motiveras utifrån två syften, att skydda ekonomin mot störningar i det finansiella systemet och att skydda konsumenterna mot olika former av otillbörligt utnyttjande. Det kan vidare finnas ett effektivitetsmotiv till regleringar. Dessa tre motiv stämmer också överens med Finansinspektionens uppdrag.

#### *Systemskyddsmotivet*

Behovet av att skydda ekonomin mot störningar i det finansiella systemet motiverar knappast, enligt Riksbanken, en separat reglering och tillsyn av räntemarknaden. Riksbankens menar istället att behovet att skydda ekonomin mot störningar i det finansiella systemet bäst uppnås genom den särreglering och tillsyn som redan sker av banker (och andra finansiella institut). Räntemarknaden har visserligen stor betydelse för bankernas möjligheter att hantera sina ränterisker på ett effektivt sätt. Normalt har också bankerna betydande exponeringar mot varandra vilket innebär att eventuella problem i ett institut kan sprida sig till andra institut via räntemarknaden. Det finns därför en direkt koppling mellan räntemarknadens funktions sätt och potentiella störningar i det finansiella systemet. Det är dock i första hand de funktioner som instituten tillhandahåller som är skyddsvärda inte själva räntemarknaden. Eventuell särreglering och tillsyn bör därför, enligt Riksbanken, fokusera på instituten och deras risker och inte på marknaderna.

#### *Konsumentskyddsmotivet*

Riksbanken menar vidare att inte heller konsumentskyddsaspekterna motiverar någon särreglering eller utökad tillsyn av räntemarknaden. Räntemarknaden är en marknad avsedd för professionella aktörer och inte för konsumenter. Varken handelssättet eller beloppen lämpar sig för handel för konsumenter. Eftersom konsumenternas kontakt med räntemarknaden därmed normalt endast sker indirekt via en intermediär, är det enligt Riksbanken mer ändamålsenligt att säkerställa ett tillfredsställande konsumentskydd i den direkta relationen mellan intermediär och konsument snarare än att belasta den professionella räntemarknaden med särregleringar. Att införa regler av konsumentskydds karaktär på den professionella räntemarknaden riskerar att fördyra och onödigt komplicera rutinerna kring denna handel, vilket skulle minska effektiviteten och i sin tur drabba slutkunderna genom dyrare finansiella tjänster. Omfattningen på den del av ränthandeln där konsumenter agerar direkt, den s.k. SOX-handeln, är liten och motiverar inte, enligt Riksbanken, några ingrepp på den professionella räntemarknaden.

#### *Effektivitetsmotivet*

Inte heller med utgångspunkt från effektivitetsfrågorna finns det, enligt Riksbankens mening, några uppenbara skäl till ytterligare offentliga ingrepp. Det är svårt att se tydliga marknadsmisslyckanden på räntemarknaden där offentliga

ingrepp skulle leda till klara förbättringar. Generellt gäller det också att vara försiktig med offentliga ingrepp för att förbättra effektiviteten. Även om offentliga regleringar påverkar en aspekt på marknadsplatsen positivt finns det en risk att de får negativa konsekvenser för andra aspekter. Offentliga ingrepp på en marknad utan konsumentskyddsbehov bör därför fokusera på att eliminera eventuella inträdesbarriärer. Riksbanken kan dock inte se att det finns sådana betydande inträdesbarriärer idag på den svenska räntemarknaden. De placerare, både svenska slutkunder och internationella storbanker, som vill handla svenska räntepapper har tillgång till marknaden och dessutom till avgifter som inte avviker i någon högre grad från dem som gäller på andra marknadsplatser.

Finansinspektionens diskussion om en eventuell särreglering och speciell tillsyn utgår till stor del från ett resonemang kring den asymmetriska informationens roll på en värdepappersmarknad. Enligt Riksbankens synsätt är resonemanget i denna del väl förenklat. Den bild som framträder i diskussionspromemorian är att marknaden alltid fungerar sämre ju mer asymmetriskt fördelad informationen är. En effektiv finansiell marknad är emellertid också en marknad för information. Om alla redan är perfekt informerade (och dessutom vet om det) torde handeln bli mycket begränsad, aktörerna få och likviditeten låg. En viss grad av asymmetrisk information är därför en förutsättning för en livskraftig marknad. Endast om aktörerna tror att de kan få betalt för den tid de lägger ned kommer de att analysera emittenterna och värdepapperen, och endast då kommer priserna att bli informativa.<sup>3</sup> Samtidigt skulle en för hög grad av asymmetrisk information, som det konstateras i diskussionspromemorian, leda till att vissa aktörer avstår från att delta. Optimal asymmetrisk information är därför inte minsta möjliga asymmetriska information. Istället gäller det att hitta en lämplig grad av asymmetrisk information. Enligt Riksbankens mening är marknadsaktörerna själva bäst skickade att göra denna avvägning. Riskerna med att reglera detta – på en professionell marknad – är för stora.

Diskussionen av den asymmetriska informationen blir också mindre relevant eftersom promemorian fokuserar på marknaden för statsobligationer. På just denna del av värdepappersmarknaden torde den asymmetriska informationen spela en förhållandevis ringa roll. Bland annat av detta skäl borde enligt Riksbanken en analysram för räntemarknaden ha ett bredare angreppssätt. Visserligen är handeln med statsobligationer en stor och viktig del av räntehandeln men det är svårt att dra slutsatser om vilka utmaningar som räntehandeln står inför utifrån en analys av detta speciella segment. Andra segment, t.ex. marknaderna för bostadsobligationer respektive räntederivat, växer snabbare och torde vara mer betydelsefulla i en mer framtidsinriktad analys.

### **Specifika synpunkter utifrån diskussionspunkterna**

*1. Antalet aktörer är av betydelse bland annat för konkurrens- och likviditetsfrågor.*

*a. Är antalet aktörer i handeln med statsobligationer idag tillräckligt ur detta*

---

<sup>3</sup> Detta argument finns vidare utvecklat i den akademiska litteraturen, se t.ex. Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz, (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets" *American Economic Review*, 70, 393-408.

■ *perspektiv? Motivera svaret.*

*b. Om inte, vad kan eller bör man initialt göra för att öka antalet återförsäljare och/eller aktörer i sekundärmarknaden?*

Riksbanken har under nuvarande förhållanden inga synpunkter på antalet marknadsdeltagare. Självfallet torde, allt annat lika, såväl effektivitet som likviditet förbättras ju fler aktörer som deltar på en marknad. Det är dock svårt att säga att antalet aktörer på den svenska räntemarknaden är för få för att marknaden ska fungera tillfredsställande. Hade det funnits "övervinster" hade antalet deltagare rimligen ökat. Som framgår av diskussionspromemorian kan marknadens organisation också påverka deltagandet. Enligt Riksbankens uppfattning är det dock inte *antalet* deltagare som är det viktigaste, utan att det finns tillräckligt många aktörer med divergerande intressen för att skapa en välfungerande marknad. Eftersom räntemarknaden är viktig för bankers och andra finansiella aktörers riskhantering är djupet på marknaden troligen viktigare än antalet aktörer. Enligt Riksbankens mening bör vidare det offentliga inflytandet – vilket framgick av de övergripande kommentarerna – begränsas till att eliminera eventuella marknadsmisslyckanden. I statens roll som emittent och tillsynsmyndighet skulle det i princip kunna vara befogat att utreda förekomsten av inträdesbarriärer och om de är tillräckligt viktiga ågöra för att eliminera dem eller mildra deras effekter för att underlätta marknadens funktionssätt. Riksbanken kan dock inte se några sådana tydliga inträdesbarriärer på den svenska räntemarknaden idag.

*2. Konkurrens.*

*a. Anser ni att handeln i sekundärmarknaden med statsobligationer sker i en väl fungerande konkurrens? Motivera svaret.*

*b. Anser ni att handelstrukturen i statsobligationsmarknaden utgör hinder eller på annat sätt försvårar möjligheten att delta eller etablera sig i marknaden? Motivera svaret.*

Riksbankens bedömning är att den svenska räntemarknaden är förhållandevis effektiv. I en internationell jämförelse av t.ex. omsättning, djup och s.k. spread står sig den svenska räntemarknaden tämligen väl. Konkurrens och effektivitet kan visserligen alltid förbättras men enligt Riksbankens mening är detta inte ett överhängande problem på den svenska räntemarknaden. Även om antalet kontraherade återförsäljare på den svenska marknaden för statsränteinstrument är begränsat är det inte Riksbankens intryck att professionella slutkunder har svårt att ta önskvärda positioner i svenska ränteinstrument. För att kunna dra slutsatsen att tillgängligheten är begränsad eller att prissättningen avviker från den som skulle gälla vid god konkurrens, skulle det behövas en noggrannare studie där även ett antal internationella professionella aktörer skulle höras.

*3. Enligt MiFID ska krav på genomlysning avse information före och efter handel. Full genomlysning är emellertid kanske inte alltid optimal genomlysning. Å andra sidan är graden av genomlysning av betydelse för aktörernas förtroende för marknaden och för finansmarknaden i stort.*

*a. Är dagens genomlysning av handeln med statsobligationer tillfredsställande? Motivera svaret.*

■ *b. Om nej, ange vad som bör förbättras samt hur man kan förbättra genomlysningen av marknaden.*

Riksbanken menar att det vore direkt olämpligt att via reglering införa ökad genomlysning av räntehandeln eftersom det riskerar få oöverskådliga konsekvenser för handelssätt och effektivitet på denna marknad. Riksbanken menar istället att marknadsaktörerna själva är bäst skickade att bedöma vilken grad av genomlysning som fungerar bäst. Olika marknader och olika finansiella instrument kräver olika grad av genomlysning. Marknadsplatser har också historiskt använt olika former och nivåer på genomlysning som ett konkurrensmedel sinsemellan. Behovet av genomlysning kan också variera över tiden. Generellt sett passar genomlysningen därför illa för offentlig reglering. Möjligen kan det finnas ett investerarskyddsintresse av att säkerställa en viss nivå på genomlysningen på vissa marknader. Mot bakgrund av att deltagarna på räntemarknaden är professionella aktörer är det svårt att se att något sådant investerarskyddsintresse finns på denna marknad. Eftersom en "market maker"-handel innebär att mäklaren handlar mot den egna balansräkningen tar han på sig betydande kortsiktiga marknadsrisker vid större transaktioner. Den begränsade genomlysningen gör att mäklaren kan ta större positioner och sedan avhända sig dem utan att andra aktörer kan observera det. Om genomlysningen ökade för mycket skulle mäklarna inte kunna ta på sig större positioner, vilket i sin tur skulle försämra marknadens djup och omsättning. Det vore därför, enligt Riksbankens uppfattning, olyckligt om MiFIDs genomlysningskrav kom att gälla även för räntemarknaden.

#### *4. Provision/marknadsvård.*

*a. Vad anser ni om Riksgäldskontorets provisionsbaserade ersättning till återförsäljarna?*

*b. Vad anser ni om Riksgäldskontorets marknadsvårdande faciliteter?*

*c. Är provisionsbaserad ersättning och/eller marknadsvård nödvändigt för marknadens funktionssätt? Motivera svaret.*

Enligt Riksbanken är Riksgäldskontoret bäst skickat att bedöma om de positiva aspekterna av de provisionsbaserade ersättningarna till återförsäljarna överväger eventuella negativa konsekvenser. Frågan om dessa provisioner är inte helt enkel. Å ena sidan kan provisionerna ses som en naturlig kompensation till den säljorganisation som återförsäljarna utgör. Å andra sidan kan det ses som en subvention av vissa marknadsaktörer med potentiellt negativa effekter på avgifter, prisbildning och effektivitet. Nettoeffekten är därför inte helt lätt att bedöma.

Enligt Riksbankens synsätt är Riksgäldskontorets marknadsvårdande uppdrag viktigt för marknadens funktion och effektivitet. Det finns ett allmänintresse av att marknaden för statsobligationer fungerar tillfredsställande. En väl fungerande räntemarknad gör det bland annat möjligt för de finansiella aktörerna att hantera sina ränterisker på ett effektivt sätt. En sådan marknad minskar också statens upplåningskostnad och underlättar för Riksbanken att bedriva en effektiv penningpolitik. Mot denna bakgrund är Riksbanken positiv till att Riksgäldskontoret bland annat a) koncentrerar förfallen till ett begränsat antal löptider, b) strukturerar frekvenser och volymer i emissionerna för att tillgodose marknaden och c) erbjuder repor (förenade med en avgift) för att undvika inlåsnings effekter,

■ så länge sådana repor inte påverkar prisbildningen och därmed Riksbankens operativa penningpolitik.

#### 5. Intressekonflikter

a. Vilka intressekonflikter anser ni att det finns i handeln med statsobligationer?

b. Anser ni att dessa hanteras och kommuniceras med marknaden på ett tillfredställande sätt? Motivera svaret.

Riksbanken konstaterar att det finns ett antal intressekonflikter i all finansiell handel. Slutkund, intermediär och motpart har naturligt olika intressen. En i detta sammanhang mer intressant intressekonflikt kan finnas hos en finansiell aktör, till exempel om den agerar både som intermediär och slutkund och därmed konkurrerar med andra slutkunder. För att motivera någon form av skyddsreglering är det dock nödvändigt att definiera ett skyddsbehov. Eftersom deltagarna på räntemarknaden är professionella aktörer är behovet av skyddsreglering litet. En intermediär som låter sitt egenintresse gå före kundens kommer – på en professionell marknad – snabbt att tappa kunder. De eventuella intressekonflikter som kan uppstå genom att intermediärer kan uppträda både som slutkund och intermediär åt andra icke-professionella slutkunder hanteras bäst, enligt Riksbankens mening, genom att dessa två funktioner hålls separerade inom institutet, dvs. på institutnivå och inte genom att genomföra långtgående särreglering av själva marknaden. Finansinspektionen har här en roll att se till att separationen upprätthålls hos de relevanta instituten.

#### 6. Handelstruktur (market maker handel/börshandel)

a. Vad skulle krävas för en övergång från market markerhandel till elektronisk börshandel?

b. Vilka positiva respektive negativa effekter skulle en sådan övergång få för marknaden?

Enligt Riksbankens mening är marknadsaktörerna bäst skickade att bestämma vilken handelsstruktur som passar dem bäst. Riksbanken konstaterar att den största delen av handeln i dagens system sker via telefon, och inte via en elektronisk orderdriven handel. Diskussionspromemorian tycks i sitt resonemang underförstått utgå från att en orderdriven börshandel vore att föredra. Riksbanken vill dock framhäva att olika marknadsstrukturer har både för- och nackdelar. En eventuell övergång till en börshandel bör därför, enligt Riksbankens synsätt, vara marknadsledd. En börshandlad räntemarknad skulle också förändra förutsättningarna för räntehandeln i flera avseenden. En internationell jämförelse av olika marknadsplatser visar till exempel att en orderdriven marknad, såsom den svenska aktiemarknaden, kräver ett stort flöde av order och många aktörer – både slutkunder och intermediärer. En direkt jämförelse mellan aktiemarknaden och räntemarknaden haltar dock eftersom räntemarknaden kännetecknas av ett förhållandevis begränsat antal aktörer som handlar i få men stora transaktioner, på en marknad med stort djup. En övergång till orderdriven räntehandel skulle, som noterats ovan, riskera att försvåra handeln i större poster.

De praktiska förutsättningarna för börshandlade ränteinstrument torde finnas genom det börshandlade system som redan finns på den svenska marknaden.

Handeln kommer dock endast att migrera till en sådan handelsplats om den blir tillräckligt attraktiv och billig. Att via offentliga ingrepp påverka handeln så att den migrerar till en elektronisk börs vore direkt olycklig eftersom det skulle medföra stora risker för försämrad likviditet och försämrade möjligheter till effektiv riskhantering. Sammanfattningsvis anser Riksbanken att marknadsaktörerna bör styra utformningen av handelsstrukturen i likhet med vad som har skett på många andra länders räntemarknader. Risken är annars att handelsstrukturen blir sämre än den skulle kunna vara.

### 7. Central motpartsclearing

#### a. Vilka positiva respektive negativa effekter skulle en central motpartsclearing i avistahandeln med statsobligationer medföra?

Riksbanken har tidigare ställt sig positiv till en central motpart på värdepappersmarknaden.<sup>4</sup> Ytterst är det dock en fråga för marknadsdeltagarna. Det finns både för- och nackdelar med centrala motparter. Fördelar med centrala motparter är bland annat att de leder till en effektiv matchning av säkerheter, en effektiv hantering av risker och minskade spridningsrisker. Den svenska handelsstrukturen på räntehandeln förutsätter också att aktörerna har en betydande kapitalbas och kan ta på sig såväl den marknadsrisk och den motpartsrisk som en "market maker"-handel innebär. Alla svenska aktörerna är större finansiella institut och välkända för varandra. De har dessutom som affärsidé att ta dessa typer av risker. Med en central motpart skulle handeln kunna bli anonym och därmed möjligen intressantare för en bredare krets av deltagare. En nackdel med en central motpart är att det innebär ytterligare en mellanhand som ska ha betalt för varje transaktion. På den svenska marknaden tycks beredskapen att betala för en ytterligare mellanhand vara begränsad.

Det bör även idag noteras att det redan finns tre konkurrerande privata mäklar-företag som erbjuder anonym handel mellan bankerna, som går in som motpart i dessa transaktioner och som därför fyller – i alla fall delvis – funktionen som konsoliderande motpart. Även om det finns fördelar med en mer traditionell central motpart är det osäkert vilken roll Finansinspektionen skulle kunna spela i denna fråga. Det torde snarare vara en fråga för marknadsaktörerna.

### 8. Övriga synpunkter på marknadens funktionssätt, struktur, tillgänglighet etc.

Inga övriga kommentarer.

### 9. Hur ser ni på FI:s engagemang och närvaro i räntemarknaden generellt?

#### Hur aktiv bör FI vara i sin tillsyn av räntemarknaden?

Som framgått ovan anser Riksbanken att den offentliga regleringen av räntemarknaden inte bör utvidgas. Riksbanken välkomnar att Finansinspektionen utvecklar en analysram för arbetet med räntemarknaden. Dock visar Riksbankens preliminära analys att Finansinspektionens roll i tillsynen av räntemarknaden i första hand bör begränsas till de situationer där instituten möter direkta konsumenter, till exempel i olika rådgivningsfrågor och när det finns intresse-

<sup>4</sup> Se Sveriges Riksbank (2002), "Central motpartsclearing i värdepappersmarknaden", *Finansiell Stabilitet* 2002:2, sid. 47-58.

- konflikter mellan instituten och konsumenterna. Behovet av reglering och tillsyn av den professionella räntehandeln är begränsat.

Beslut i detta ärende har fattats av vice riksbankschef Svante Öberg efter föredragning av Jonas Niemeyer.

Svante Öberg

Jonas Niemeyer