



---

RAPPORT DEN 12 JULI 2007

---

DNR 07-5793

---

2007:14

---

# Statsobligations- marknaden

– behovet av reglering  
och tillsyn

# INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	1
1 HANDELN MED STATSOBLIGATIONER	3
1.1 Inledning	3
1.2 Räntemarknaden	4
1.3 Behovet av marktadstillsyn	6
1.4 Handelsstrukturen	10
1.5 Intressekonflikter	14
1.6 Marknadspåverkande omständigheter	15
1.7 Genomlysning	16
1.8 Konkurrensfrågor	18
1.9 EG-direktiv	19
2 MARKNADSAKTÖRERNAS SYNPUNKTER	22
3 FI:S ÖVERVÄGANDEN	23
3.1 Allmänt tillsynsbehov	23
3.2 En ökad genomlysning enligt MiFID	24
3.3 Bästa ordergenomförande	25
3.4 Intressekonflikter	26
BILAGA	
FRÅGOR/DISKUSSIONSPUNKTER I URSPRUNGSPROMEMORIAN	27

## Sammanfattning

I denna rapport diskuteras Finansinspektionens syn på behovet av reglering och tillsyn för statsobligationsmarknaden. FI:s ambitionsnivå i tillsynen av räntemarknaden har länge varit lägre jämfört med tillsynen av aktiemarknaden. Motiven är i första hand historiska och någon väl dokumenterad analys finns inte. Behovet av en sådan analys har aktualiserats då tillsynen av finansiella marknader har utvecklats i Europa. I samband med införandet av MiFID (EG-direktivet om marknader för finansiella instrument) har man på europeisk nivå diskuterat reglerings- och tillsynsbehovet för räntemarknaden.

I analysen har vi fokuserat på marknaden för statspapper och statsobligationsmarknaden som den största och mest utvecklade delen av räntemarknaden i Sverige. Analysen och diskussionen blir mer fokuserad och effektiv och kan vara en bas för vidare diskussioner om andra delar av räntemarknaden.

Rapporten bygger på en diskussionspromemoria som FI publicerade den 22 januari 2007, vilken är rapportens första del. Marknadsaktörernas synpunkter på promemorian sammanfattas i rapportens andra del. I rapportens tredje del finns FI:s överväganden och slutsatser.

Ränte- och aktiemarknaden skiljer sig från varandra i flera avseenden. En av de mest väsentliga skillnaderna är marknadsstrukturen. Aktiemarknaden är huvudsakligen en orderdriven börshandel. På räntemarknaden finns en så kallat market maker-handel där ett antal mellanhänder eller intermediärer (i första hand banker) sätter priser och, i de flesta fall, köper och säljer obligationer för egen räkning. Skillnaderna i handelsstruktur, och även andra förhållanden, har medfört att investerarkretsen främst består av institutionella placerare och större företag. På aktiemarknaden är investerarkretsen bredare och inkluderar även privatpersoner.

Det specifika med statsobligationsmarknaden är att det finns bara en emitent. Staten ger ut obligationer genom Riksgälden. Intermediärerna fungerar som återförsäljare åt Riksgälden.

För att det ska finnas ett reglerings- och tillsynsbehov av en marknad måste det finnas ett marknadsmisslyckande eller ett problem som marknaden inte kan hantera och som orsakar samhällsekonomiska kostnader. FI ser inte att det finns ett tydligt marknadsmisslyckande som kan åtgärdas med reglering av och tillsyn över statsobligationsmarknaden.

Många av reglerna för värdepappersmarknader, däribland MiFID, har anpassats till aktiemarknadens och börshandelns förutsättningar. Det är i många delar svårt att tillämpa samma regler på en marknad med market makers. Exempel på detta är genomlysningen och bästa ordergenomförande (best execution) som regleras i MiFID.

Den svenska räntemarknaden fungerar förhållandevis väl. Många marknadsaktörer lyfter fram frågan om konkurrensen fungerar så väl som den borde, särskilt med tanke på det låga antalet marknadsgaranter. En ytterligare minskning skulle ha en negativ inverkan på konkurrensen. Många av de

problem som finns beror dock snarare på marknadens struktur än på bristande reglering och tillsyn.

En förändrad marknadsstruktur med en övergång från market maker-handel till börshandel kan förbättra konkurrensen och attrahera fler investerare, framför allt utländska och mindre investerare. Detta kan vara positivt för prisbildningen och marknadens likviditet. Å andra sidan är sannolikt djupet i marknaden större – marknadens förmåga att absorbera stora order utan att priset påverkas – med en market maker-handel. Det är i hög grad en öppen fråga i vilken uträkning en förändrad marknadsstruktur är önskvärd. Vi ser inte tillräckliga skäl att lämna synpunkter då FI:s roll i första hand är att bedriva en lämplig tillsyn under rådande marknadsstruktur. Riksgälden och aktörerna på marknaden har goda skäl att driva på en förändrad struktur, om detta skulle förbättra marknadens funktionssätt.

En del av en möjligt förändrad marknadsstruktur, som inte nödvändigtvis handlar om huruvida börshandel eller market maker-handel är att föredra, är central motpartsclearing. En sådan funktion borde medföra minskade inträdesbarriärer för nya aktörer. En central motpartsclearing är förmodligen också en förutsättning för en väl fungerande börshandel.

Hantering av *intressekonflikter* regleras i MiFID. De stora banker som är market makers har institutionella placerare (exempelvis fonder och försäkringsbolag) inom koncernerna. Dessutom agerar också bankerna rådgivare och kapitalförvaltare åt andra parter. Hanteringen av intressekonflikterna inom bankkoncernerna har sannolikt betydelse för räntemarknaden. FI konstaterar att det finns olika typer av intressekonflikter. Vissa av dessa kan vara acceptabla till exempel då marknadsgarantens informationsövertag i form av kännedomen om egna orderflöden påverkar pris denne ställer i marknaden. Ett utnyttjande av detta informationsövertag kan knappast ses som otillbörligt. Däremot kan det finnas andra intressekonflikter där det kan finnas skäl att ställa tydliga krav på hanteringen av dem. Det är viktigt hur marknadsaktörerna värderar intressekonflikterna och hur de hanteras. FI kommer därför att följa upp hanteringen av intressekonflikter i en särskild undersökning.

# 1 Handeln med statsobligationer

## 1.1 Inledning

Denna granskning av räntemarknadens struktur och funktionssätt har sin grund i Finansinspektionens uppdrag att värna stabilitet, effektivitet och gott konsumentskydd i den finansiella marknaden. Men den ska också ligga till grund för en analys av de nya EG-direktivens påverkan av den befintliga marknadsstrukturen, exempelvis huruvida en utökad genomlysning i enlighet med Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) är genomförbar och önskvärd beträffande handeln med exempelvis statsobligationer. Initialt är dessa regler om genomlysning av information före och efter handel avgränsade till aktiehandeln, men direktivet stadgar att kommissionen senast två år efter det att direktivet trätt i kraft ska rapportera till Europaparlamentet och rådet huruvida informationskraven ska utvidgas till att gälla även andra finansiella instrument än aktier.

Räntemarknaden är ett vitt begrepp som omfattar flera olika delmarknader. Granskningen här är avgränsad till handeln med statsobligationer. Även om räntemarknaden och aktiemarknaden skiljer sig från varandra avseende struktur, investeringsprofil etc., regleras verksamheterna i stort sett inom samma regelverk. Granskningen av räntemarknadens struktur och funktionssätt utgår i första hand från gällande regelverk, men bedömningen relateras även till andra finansiella marknader eftersom en enhetlig tillämpning av regelverket är önskvärd.

Räntemarknaden är till övervägande del en marknad för professionella aktörer. Det finns emellertid en privatmarknad, utöver sparande i fonder, som är direkt avsedd för privatpersoner. Den största handeln i privatmarknaden sker med aktieindexobligationer, men även premieobligationer och privatobligationer finns i utbudet. Anledningarna till att privatpersoner inte agerar i räntemarknaden i motsvarande mån som i aktiemarknaden är flera. Ett skäl är sannolikt att bankinlåning är den traditionellt självklara produkten för privatpersoner som vill ha avkastning i form av en fast ränta. En väl fungerande handel för statspapper utvecklades relativt sent även för professionella aktörer. Eftersom det i huvudsak är en emittent på räntemarknaden - staten - har det varit naturligt att utnyttja stordriftsfördelar och låta handeln ske i stora poster. Dessa poster har varit för stora för privatpersoner att handla i. Det är först under de senaste ca 20 åren som fonder och andra konsumentinriktade produkter med aktierisk utvecklats på marknaden. Eftersom handeln med statspapper för privatpersoner också konkurrerar med bankinlåningen och bankernas räntefonder, har det kanske inte heller framstått som så önskvärt för bankerna att försöka skapa ett system som skulle göra det lättillgängligt att handla i statspapper.

Denna första del är uppbyggd enligt följande. Först beskrivs kortfattat statsobligationsmarknaden översiktligt. Därefter diskuteras i ett andra avsnitt vilka motiv som finns generellt för reglering och tillsyn av finansiella marknader, och i vilken utsträckning dessa kan vara relevanta för räntemarknaden. I ett tredje avsnitt diskuteras marknadsstrukturen på räntemarknaden i förhållande till den som finns på aktiemarknaden. De fyra följande avsnitten

diskuterar några särskilda frågeställningar som aktualiseras med anledning av hur finansiella marknader regleras – hantering av intressekonflikter, marknadspåverkande information, genomlysning samt konkurrensfrågor. I ett sista avsnitt beskrivs de nya EU-reglerna som påverkar de finansiella marknaderna. Avslutningsvis ställs ett antal frågor, som FI vill ha kommentarer på från marknadens aktörer.

FI har som en del i granskningen så här långt intervjuat ett flertal personer med anknytning till räntemarknaden. Dessa personer återfinns såväl hos emittenten som hos intermediärerna och investerarna.

## 1.2 Räntemarknaden

Räntemarknaden är ett begrepp som omfattar flera olika delmarknader. I begreppet inbegrips vanligen handeln med korta ränteinstrument (penningmarknaden), handeln med statsobligationer och handeln med exempelvis företagsobligationer och bostadscertifikat.

Handeln med räntebärande finansiella instrument är en central del i den finansiella marknaden. Obligationer står för en långsiktig finansiering för såväl staten som bostadsinstitut och företag. De medger en finansiering över tid till en förutbestämd kostnad. För investerarna innebär obligationshandeln en möjlighet att placera medel till en kontrakterad avkastning i form av ränta, men med betydligt lägre risk än en investering i aktiemarknaden. Penningmarknaden används främst i aktörernas likviditetshantering och av penningmarknadsfonder.

Handeln med räntebärande finansiella instrument kompletteras av en derivatmarknad med räntebärande instrument som den underliggande tillgången. Derivatinstrumenten används bland annat för att sprida och hantera risker. I räntemarknaden, liksom i aktiemarknaden, används olika kontraktsformer relaterade till terminer, optioner och swappar. En särskild typ av termin utgörs av FRAs (Forward Rate Agreement) som är ett standardiserat terminskontrakt med depositkontrakt som underliggande instrument. Andra typer av terminskontrakt finns för obligationer och statsskuldväxlar. När det gäller optioner finns det kontrakt med statsobligationer som underliggande finansiellt instrument. En annan typ av derivatinstrument på räntemarknaden är swappar. En ränteswapp innebär att två aktörer under en bestämd period byter ränteflöden, exempelvis ett avtal om fast ränta mot rörlig ränta. Derivatmarknaden har inte analyserats inom ramen för denna undersökning.

### *Obligationsmarknaden*

En obligation är ett löpande skuldebrev som löper på viss tid och som på förfallodagen löses in till ett i förväg bestämt nominellt belopp. Regler om skuldebrev finns i skuldebrevslagen (SFS 1936:81).

Obligationerna kan vara av två sorter, kupongobligation eller s.k. nollkupongare. En kupongobligation innehåller två typer av betalningsflöden. Innehavaren erhåller en fast årlig nominell avkastning samt en återbetalning av det nominella beloppet på obligationens förfallodag. En nollkupongare löper utan årlig betalning vilket betyder att den köps till underkurs och avkastningen består i skillnaden mellan det nominella beloppet som återbetalas på

förfallodagen och köpeskillingen. Vissa obligationer är inflationsskyddade genom att avkastningen och värdet räknas upp med den realiserade inflationen under obligationens löptid. Dessa kallas för realobligationer och finns både som kupongobligation och nollkupongare.

Med obligationsmarknaden avses handel med värdepapper som har en löptid överstigande ett år, exempelvis statsobligationer, bostadsobligationer och företagsobligationer.

Statsobligationsmarknaden kan delas in i en primärmarknad och en sekundärmarknad. I primärmarknaden emitteras obligationerna och i sekundärmarknaden köps och säljs obligationerna mellan aktörerna.

#### *Primärmarknaden*

Den största emittenten på obligationsmarknaden är staten som genom Riksgäldskontoret emitterar statsobligationer för att finansiera statsskulden. Andra emittenter av obligationer är bostadsinstitut och företag. Investerarkollektivet utgörs främst av försäkringsbolag, banker, AP-fonderna, andra institutionella investerare och större företag. Utländska aktörer spelar en viktig roll, både som långsiktiga innehavare och som aktiva deltagare i andrahandshandeln.

Normalt emitteras statsobligationer varannan onsdag. Villkoren i emission annonseras en vecka i förväg. Emissionen sker genom ett auktionsförfarande där endast Riksgäldskontorets auktoriserade återförsäljare får delta. Att vara återförsäljare innebär att företaget har ett avtal med Riksgäldskontoret att fungera som marknadsgarant (market maker) i såväl primärmarknaden som sekundärmarknaden. Avtalet innebär ett åtagande att i primärmarknaden lämna bud i alla emissioner samt att i sekundärmarknaden ställa priser (köp- och säljkurs/pris) på statsobligationer till kunder som så begär. Återförsäljarna utgörs idag av sex stycken banker och ett värdepappersbolag.<sup>1</sup>

Budförfarandet i auktionen sker i ett elektroniskt system där återförsäljarna lägger in bud för sig själva och/eller för sina kunder. Buden innehåller önskad volym och kurs. Resultatet redovisas femton minuter efter auktionens stängning och då redovisas öppet högsta och lägsta accepterade bud samt total tilldelning. Auktionen sker genom en s.k. ”hidden call”, dvs. budgivningen är inte öppen.

#### *Sekundärmarknaden*

I sekundärmarknaden köps och säljs statsobligationer mellan aktörer. Handeln med statsobligationer sker till stor del på en telefonmarknad även om det förekommer viss handel i elektroniska handelssystem. Den handel som sker mellan marknadsgaranterna ryms vanligen inom begreppet ”interbankhandel”, medan handeln mot andra kunder, t.ex. försäkringsbolag och större företag, faller in under begreppet kundhandel. All handel som marknadsgaranten genomför sker mot marknadsgarantens egen bok, dvs. inga transaktioner sker i kommission. Detta betyder att motpartsrisken ser annorlunda ut i räntemarknaden jämfört med aktiemarknaden.

<sup>1</sup> ABN AMBRO Bank NV, Danske Consensus, E Öhman J:or FK, Nordea, SEB, SHB samt Swedbank. Barclays Capital är ny återförsäljare från den 1 juli 2007

Den handel som sker över en elektronisk plattform är idag begränsad till de mest omsatta s.k. benchmarkobligationerna, dvs. statsobligationer med löptider om två, fem och tio år. Handeln är endast öppen för auktoriserade återförsäljare och genomförs i Stockholmsbörsens handelssystem SAXESS.

En annan form av elektronisk handel äger rum genom internationella mäklarhus. Dessa mäklarhus fungerar som en förmedlare mellan olika placerare genom att dessa kan annonsera sina intressen genom mäklarhusets handelssystem. Handeln är anonym och mäklarhuset tar inga egna positioner.

Vid sidan av den institutionella obligationshandeln sker även viss handel med obligationer i mindre skala på SOX.

### 1.3 Behovet av marknadstillsyn

Med ett rättsekoniskt synsätt kan behovet av marknadstillsynen analyseras i tre steg. I ett första steg diskuteras vilket samhällsekoniskt värde som finansiella marknader skapar. Det samhällsekoniska värdet gör att det finns ett motiv för att värna existensen och funktionen av finansiella marknader. Detta värde är dock inte i sig tillräckligt för att det ska behövas reglering och tillsyn. I ett andra steg diskuteras därför vilka marknadsmisslyckanden som finns på de finansiella marknaderna, dvs. faktorer som gör att marknadsaktörerna själva inte skapar välfungerande och effektiva marknader. Därefter är det nödvändigt att analysera om staten via regler och tillsyn har möjlighet att uppnå en bättre lösning eller om kostnaderna för och skadeverkningarna av sådana ingrepp överväger.

#### *Marknadernas samhällsekoniska värde*

Välfungerande finansiella marknader medför samhällsekoniska nyttigheter. Den yttersta av dessa nyttigheter är att en fungerande marknad underlättar kapitalallokeringen i ekonomin, dvs. marknaden hjälper till att slussa kapital dit där det gör störst nytta. En välfungerande fördelning av kapitalet dit där det gör mest nytta är av godo för företag, organisationer och myndigheter som finansierar sina projekt via marknaden. Kapitalallokeringen är av godo även för investerarna/spararna som får möjlighet att ta del av företagets vinster och för ekonomin i sin helhet då risken för felinvesteringar minskar, vilket höjer den potentiella tillväxten i ekonomin.

Den finansiella marknaden har ett antal egenskaper som gör den attraktiv för såväl emittenter som placerare. Egenskaperna förstärker varandra och gör den finansiella marknaden till en viktig del av kapitalallokeringen i ekonomin i stort:

1. Priser (räntor). Offentliga priser på aktier och obligationer är en positiv externalitet från handeln, dvs. de är till nytta även för dem som inte deltar på marknaden. Priserna underlättar värderingen av andra tillgångar och projekt än de som handlas och de möjliggör därigenom en fördelning av kapital dit där det gör störst nytta. Priserna ger även viktiga signaler till företagsledningar och andra beslutsfattare.



2. Likviditet. Vetskapen om att aktier, obligationer och andra finansiella tillgångar är möjliga att avyttra på kort tid till en låg kostnad, ökar beredvilligheten att investera. Detta sänker finansieringskostnaderna för de företag och andra aktörer som använder sig av marknaden för att finansiera sin verksamhet. Det ökar möjligheten att spara i finansiella tillgångar och därmed kan sparare ta del av marknads riskpremie.
3. Låga transaktionskostnader medför att sparare får en högre avkastning på sitt sparande och att det blir lönsamt att handla redan vid en mindre mängd ny information som kan ha påverkan på priset. Detta gör att priserna bättre avspeglar den tillgängliga informationen. Även finansieringskostnaderna blir lägre, eftersom investerarna inte kräver lika hög kompensation för transaktionskostnaderna.
4. Låg riskpremie. Låga transaktionskostnader, god likviditet och bättre priser, medför att osäkerheten om priset är mindre. Investerares är beredda att investera till en lägre förväntad avkastning ju lägre risken är, och därmed sjunker finansieringskostnaderna.

Punkt 1 – 4 är ömsesidigt förstärkande och till viss del överlappande.

En väl fungerande prisbildning för med sig ett flertal positiva effekter. Den viktigaste är att prisbildningen bidrar till att styra investeringarna till de mest produktiva projekten, vilket är positivt för samhällsekonomin i stort. Felprissättningar på de finansiella marknaderna leder till att lönsamma projekt inte blir av eller att det investeras för mycket i mindre lönsamma projekt.

En väl fungerande prissättning medför också att riskpremien och transaktionskostnaderna blir lägre i stort (och vice versa), vilket innebär billigare finansiering för företag, myndigheter och organisationer och högre avkastning för investerarna. Om det inte råder någon osäkerhet om att priserna är rättvisande,<sup>2</sup> behövs ingen ytterligare analys av emittenten annat än när ny information tillkommer. Investerares vet att priset är rättvisande och begär ingen kompensation (riskpremie) för risken att någon vet något mer än de. Dessutom behöver investeraren inte heller lägga så mycket energi på att leta efter ytterligare information (transaktionskostnader).

Bra priser enligt ovan, ökar handeln och därmed likviditeten. En hög likviditet på marknaden innebär att investerares snabbt och med liten prispåverkan kan avyttra sina värdepapper. Därför är investerares också villiga att betala något mer för aktier och obligationer än om likviditeten varit dålig. Därmed blir också finansieringskostnaden lägre.

Även andra transaktionskostnader finns, till exempel motpartsrisiker, uppbindningskostnad under clearing och avveckling och operativa risker, vilka investeraren vill ha kompensation för. När transaktionskostnaden är låg, är

---

<sup>2</sup> Här i betydelsen att konsensusuppfattningen av påverkan av all information av vikt för företaget upp till nu avspeglas i priset.

det också billigt att handla efter ny tillgång på information. Därför kommer priset att snabbare avspegla ny information som kommer, eftersom investerarna inte behöver ackumulera lika mycket ny information för att det ska vara värt att handla. Således innebär ökad likviditet och låga transaktionskostnader i sin tur bättre priser. Det vill säga likviditet, transaktionskostnader och prisbildning är ömsesidigt förstärkande såväl positivt som negativt.

Marknadsplatser kan minska såväl riskpremien som transaktionskostnaderna genom utformningen av systemen för handel, avgiftsstrukturen, handelsregler och kontrollen av regelefterlevnaden.

För att skapa de samhällsekonomiska värdena under punkterna 1-4, krävs det att det finns aktörer som är villiga att delta på de finansiella marknaderna. Därför är det viktigt att säkerställa att marknaderna är attraktiva. De regler som finns för finansiella marknader syftar i stor utsträckning till att göra marknaden attraktiv för investerare, vilket i sin tur gör de mer attraktiva för låntagare och andra emittenter.

Det kan dock diskuteras om det är *antalet* investerare eller om det är *mängden pengar* som investerarna tillför som bör vara i fokus. I viss utsträckning kan stora professionella investerare ha olika intressen än småsparare, och de kan således prioritera olika faktorer när det gäller vad som konstituerar en attraktiv marknad. Denna diskussion har relevans för statsobligationsmarknaden, vilket utvecklas längre fram.

### ***Marknadsmislyckanden på finansiella marknader***

Som framgått av diskussionen ovan skapas de samhällsekonomiska värdena i stor utsträckning av att det finns ett stort antal aktörer som vill agera på marknaden. Ju fler aktörer som handlar, eller ju mer pengar de är villiga att tillföra marknaden, desto högre blir likviditeten. Priset har också förutsättningar att bli mer rättvisande och transaktionskostnaderna lägre, när handelsvolymerna är stora. Hotet mot marknadens mekanismer är framför allt *asymmetrisk information* på marknaden, som gör att potentiellt betydelsefulla aktörer – i meningen att de tillför likviditet och/eller förmåga att bearbeta tillgänglig information – inte vill delta.

Det tydligaste exemplet på asymmetrisk information är *insiderhandel*. Om insiders tillåts handla utan regler, kan sämre informerade investerare löpa risken att göra affärer med bättre informerade parter och därmed förlora pengar. En liknande situation är risken att drabbas av *prismanipulation*.<sup>3</sup> En annan risk är att investeraren inte får bästa pris vid handeln därför att *orderhanteringen* inte sköts så att investeraren får tillgång till det pris som verkligen gäller på marknaden. Investerare kan ha svårt att övervaka i vilken utsträckning intermediären faktiskt ger det bästa priset, och därför vara mindre benägen att handla. Ytterligare en risk är att *informationen som emittenten* lämnar, och som ligger till grund för värderingen av värdepappren, är ofullständig eller felaktig. Därmed fattar investerarna sina affärsbeslut på felaktiga grunder. Eftersom det omsätts stora värden på den finansiella marknaden,

<sup>3</sup> Prismanipulation uppstår om någon vill driva en kurs för ett visst ändamål, till exempel inför en bonusberäkning eller optionsförfall. Manipulationen kan antingen ske genom desinformation eller genom handel. Ett uppmärksammat fall där prismanipulation aktualiserats på räntemarknaden var Citigroup som år 2004 genomförde en handel som drev priserna på eurobondmarknaden.

kan även små avvikelser från ett korrekt pris, från snabbast möjliga avslut etcetera, ge betydande ekonomiska effekter för de enskilda aktörerna.

Gemensamt för dessa problem är att det inte rör sig om marknadsmisslyckanden i egentlig mening. Det beror på att statens och *marknadsplatsens* intressen i stor utsträckning överensstämmer.<sup>4</sup> Båda har ett intresse av att marknadsplatsen är så attraktiv som möjligt. Den asymmetriska informationen föreligger i första hand mellan olika aktörer på marknaden, men marknadsplatsen själv har ett intresse av att den inte missbrukas. Marknadsplatsen och aktörerna på marknaden har därför som kollektivt ett intresse av att sätta upp regler för handeln som gör marknadsplatsen attraktiv och inte stöter bort investerargrupper. Man kan därför inte tala om ett marknadsmisslyckande i egentlig mening.

Sverige har en tradition av självreglering på aktiemarknaden. På räntemarknaden är handeln i liten utsträckning styrd av formella regler, och i större utsträckning av marknadspraxis. Den typ av privata övervakningsorgan som finns på aktiemarknaden (exempelvis Stockholmsbörsens marknadsövervakning och Aktiemarknadsnämnden) finns inte. Utifrån marknadsaktörers kommentarer förefaller det som om ett olämpligt beteende i handeln är svårt att upprätthålla mot bakgrund av att aktörerna är relativt få och att transaktionsintensiteten är hög. Det är stor risk att ett olämpligt beteende uppdragas och om det händer kan aktören ”straffas” genom att denne inte används som motpart i transaktioner.

På räntemarknaden finns inte heller en marknadsplats i form av en organisation som börserna, utan förutsättningarna för marknadsfunktionssätt bestäms vad gäller primärmarknaden av staten som emittent, och vad gäller sekundärmarknaden av intermediärerna och de stora investerarna på marknaden. Handelsstrukturen byggs upp kring vedertagna handelsmönster och accepterad marknadspraxis. Sverige är inte på något sätt unikt i detta avseende. Skillnaderna mellan aktie- och räntemarknaderna har lett till att en hel del av den nya europeiska lagstiftningen kring värdepappersmarknader inte omfattar räntemarknaden.

Insiderhandel och prismanipulation betraktas som så allvarligt att beteendena är brottsbelagda. Eftersom det rör sig om agerande från individer som kan vara svåra att nå med hjälp av avtalsgrundade regler på marknadsplatsen, vore det sannolikt svårt att stävja dessa beteenden om marknadsplatsen var tvungen att hantera problemet själva.

Det regelverk som finns för finansiella marknader tar i stor utsträckning sikte på de problem med asymmetrisk information som här diskuteras. Reglerna är i huvudsak riktade mot marknadsplatserna, mot de intermediärer som tillåts förmedla affärer på marknaden (banker eller värdepappersföretag) eller mot emittenterna (gäller aktiemarknaden i första hand). Eftersom clearing- och avveckling är en viktig del av en värdepappersaffär är det naturligt att det finns regler som också syftar till att göra clearing- och avveckling så effektiv som möjligt. Reglerna tar dock inte bara sikte på hur effektiva marknader bäst uppnås utan också på andra skyddsmotiv. För intermediärerna avser

<sup>4</sup> Med marknadsplats avses inte nödvändigtvis en organisation, eftersom marknadsplatsen ibland bara består av en struktur för handeln som överenskommit mellan vissa aktörer på marknaden.

delar av regelverket kapitalvärdesskydd eller det som FI brukar kalla stabilitetstillsyn. Likaså finns regler för marknadsplatser och clearingorganisationer som syftar till att dessa företag i sig själva ska vara stabila.

Räntemarknaden kan också i sig anses ha ett visst systemstabilitets-skyddsvärde. Detta skyddsvärde kommer av att räntemarknaden har stor betydelse för likviditetshanteringen i bankerna, och den är därmed central i risk- och krishantering. För att bankerna ska kunna hantera sina risker behöver räntemarknaden fungera även i tider av betydande finansiell oro.

## 1.4 Handelsstrukturen

### *Börshandel – market maker-handel*

Vid en diskussion om räntemarknadens funktionssätt och i vilken utsträckning de regler som utvecklats inom ramen för MiFID är lämpliga att applicera på räntemarknaden är det nödvändigt att peka på de huvudsakliga skillnader som finns mellan en marknad med börshandel och en market maker-handel.

Aktiemarknaden karaktäriseras av många aktörer, många instrument och många transaktioner. I motsats till detta karaktäriseras handeln med statsobligationer av få aktörer, få instrument och relativt få transaktioner men med höga transaktionsvärden. Även om viss handel med statsobligationer kan ske elektroniskt i Stockholmsbörsens handelssystem, är marknaden med statsobligationer till stor del en telefonmarknad. Det betyder att den övervägande delen av handeln sker genom återförsäljarna – interbank – eller kundhandel. Återförsäljarnas roll som marknadsgaranter innebär att de ställer köp- och säljpriser samt fungerar som mellanhänder vid transaktionerna. I handeln med statsobligationer sker ingen kommissionshandel utan all handel sker mot marknadsgaranternas egen bok.

Att all kundhandel sker mot egen bok betyder att marknadsgaranten utsätter sig för en motpartsrisk och en marknadsrisk (i den utsträckning denne inte täcker upp sin position efter det att han köpt eller sålt ett värdepapper). Motpartsrisken avser inte i första hand en kreditrisk på motparten, eftersom avvecklingen av handeln sker enligt principen ”delivery versus payment”. Risken består snarare i att affären av olika anledning inte blir av, och att marknadsgaranten därmed inte får den position som denne räknat med. Beroende på prisrörelserna är det öppet om detta blir en förlust eller en vinst för marknadsgaranten. Motpartsrisken hanteras primärt genom krav på hög kreditvärdighet hos motparten samt god kundkännedom. Marknadsrisken hanteras ofta genom hedgestrategier i derivatmarknaden. Med anledningen av den motpartsrisk som uppkommer exkluderas i de flesta fall möjligheten till transaktioner med anonyma motparter. Det betyder också att transaktionskostnaderna ökar vid handel med aktörer utanför den etablerade sfären.

Market maker-handel respektive börshandel kan förväntas ha olika förutsättningar för att skapa likviditet i marknaden. Likviditet kan definieras och mätas på olika sätt. Ett är att ta sikte hur effektivt man kan omsätta värdepapper utan att förlora pengar (marknadens ”bredd”), vilket ofta mäts som skillnaden mellan köp- och säljkurser (spreaden), även om andra transaktionskostnader också spelar roll. Ett annat är i vilken utsträckning det är möj-

ligt att omsätta stora positioner utan att det påverkar priset (marknadens ”djup”). Börshandel anses ofta ha bra förutsättningar att skapa bra bredd, medan djupet kan vara sämre. Det omvända gäller för market maker-marknader.

Bedömningen av likviditeten måste emellertid även ske i ljuset av derivatmarknaden. Det finns en omfattande derivathandel med ränterelaterade finansiella instrument som underliggande värdepapper och denna marknad utgör en del av likviditeten och den är av betydelse för prisbildningen i avistamarknaden.

Eftersom likviditet är en av de absolut viktigaste egenskaperna hos en marknad för finansiell handel, både med avseende på nyttan för deltagande aktörer och för den bredare samhällsekonomiska nyttan, blir det en mycket viktig fråga hur likviditet bäst skapas. Och vilken typ likviditet som är viktigast för en viss marknad.

Anledningen till att handeln med statsobligationer äger rum i en market maker-handel är sannolikt att antalet aktörer och antalet finansiella instrument är för få för att garantera likviditeten i orderdriven marknad. För många av de stora bankerna och institutionella investerarna kan det också vara så att det är viktigare med en marknad som är likvid med avseende på djup än med avseende på bredd.

En fungerande börshandel medför en god genomlysning av handeln, exempelvis vad gäller priser. En market maker-handel har normalt sett en lägre transparens.

En övergång till en börshandlad marknad skulle medföra en större genomlysning och en bättre tillgänglighet för aktörer utanför återförsäljarledet. Att man minskar informationsövertaget mellan återförsäljarna och övriga aktörer kan öka möjligheten att attrahera nya aktörer till marknaden. En börshandel förutsätter emellertid anonymitet. Det innebär att aktörernas vilja att agera i marknaden är begränsad om inte motpartsrisken kan hanteras. En förutsättning för att övergå från market maker-handel till börshandel är således att motpartsrisken kan elimineras eller åtminstone minska.

En orderdriven börshandel skulle innebära en övergång från intjäning via spreaden till courtagehandel. Rimligen borde spreaden minska om courtage tas ut av intermediärerna. Huruvida totalkostnaden för handeln skulle öka eller minska är svårt att avgöra.

### ***Clearing och avveckling - central motpartsclearing***

VPC AB clearar och avvecklar transaktioner från obligationsmarknaden. Dock clearas vissa derivattransaktioner genom Stockholmsbörsen. Det sker genom att Stockholmsbörsen går in som motpart gentemot köpare och säljare. Anledningen till att derivatmarknaden hanteras annorlunda än avistahandeln är att investeraren har en öppen position under längre tid vilket medför att det uppstår en större risk för att motparten inte kan uppfylla sin del av avtalet. Stockholmsbörsens inträde som central motpart innebär att investeraren kan hantera sin risk därefter vilket är viktigt eftersom handeln med derivat på Stockholmsbörsen sker anonymt.

Motpartsrisakens storlek kan i vissa fall vara en begränsande faktor för handeln även på avistamarknaden. Ett sätt att hantera motpartsrisiken är att införa en central motpartsclearing även för denna del av marknaden. Systemet med en central motpart innebär att varje transaktion ersätts med två nya affärer där den centrala motparten är säljare till alla köpare och köpare till alla säljare. De ursprungliga parterna får således en fordran respektive en skuld på den centrala motparten istället för på varandra.

Ett system med central motpart innebär en omfördelning av risk och en riskreducering. Den centrala motparten tar inga egna positioner vilket betyder att den inte utsätter sig för någon marknadsrisk. Den motpartsrisk som uppkommer hanteras genom krav på medlemskap, hög kreditvärdighet och krav på säkerheter.

En effekt som uppkommer med central motpartsclearing är möjligheten till multilateral nettning, dvs. att transaktioner kan kvittas mot varandra. Denna möjlighet leder till ett minskat antal transaktioner och därmed även minskade avvecklingskostnader. Nettningen kan också påverka handelsvolymerna positivt genom att inlåsningsen av kapital blir mindre. En ökad handelsvolym påverkar likviditeten vilket i sin tur kan attrahera nya aktörer till marknaden.

En central motpartsclearing innebär att aktörernas motpartsexponeringar minskar och därmed även de kostnader som är förknippade med riskhantering. Detta är särskilt värdefullt för utländska aktörer som saknar god kännedom om den lokala marknaden. En central motpartsclearing förbättrar också förutsättningarna för en anonym handel. Att motparten är känd med en förutsägbar risk underlättar för mindre aktörer att få tillträde till marknaden eftersom motpartsrisiken elimineras. Även detta har en positiv effekt på likviditeten.

Idag finns central motpartsclearing i den standardiserade derivathandeln och för en del av de statspapper som handlas genom SAXESS.

#### ***Riksgäldskontorets användning av återförsäljare (market makers)***

Market maker-handeln i räntemarknaden sker i huvudsak genom de auktoriserade återförsäljarna som genom avtalet med emittenten åtagit sig att agera som marknadsgarant och ställa priser i sekundärmarknaden. Åtagandet som marknadsgarant innebär bland annat att återförsäljaren ställer sin balansräkning till förfogande och tar emot flöden som inte matchas. Det innebär också att återförsäljaren ska ställa köp- och säljpriser i marknaden. Denna marknadsgarantfunktion fungerar som smörjmedel för handeln och bidrar till likviditeten i marknaden. Den är inte minst viktig under oroliga marknadsförhållanden och i marknader med låg likviditet.

För att agera i marknaden och därigenom minska exekveringsrisken för emittenten samt för att öka effektiviteten och likviditeten i handeln, får återförsäljarna en provision. Provision består av en fast del samt en rörlig del som är kopplad till respektive återförsäljares andel i primär- och sekundärmarknaden. Provisionen är främst baserad på handeln med benchmarkobligationer i SAXESS.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Riksgäldskontorets marknadsvård i internationellt perspektiv. Rapport 2003-02-13.

Systemet med återförsäljare är inte ovanligt utan återfinns även i andra länder. Systemen skiljer sig emellertid åt avseende åtaganden och huruvida emittenten betalar provision till återförsäljarna. I andra länder förekommer ingen direkt provision till återförsäljarna, däremot finns det system för indirekt ersättning eller provision som är relaterad till auktionsdeltagandet. Man brukar prata om en "auction-syndicate-structure".

Den indirekta provisionen innebär att återförsäljaren "belönas" av emittenten efter auktionen. Det kan t.ex. ske genom att återförsäljaren får möjlighet att låna ut ytterligare pengar mot en förmånlig ränta eller att man erbjuds att delta i andra finansiella transaktioner under förmånliga villkor. Detta förfaringsätt har i vissa auktioner i Europa medfört att återförsäljaren räknar in den indirekta provisionen i prisnivån på auktionen vilket fått till följd att man är villig att låna ut till sämre villkor än som råder på marknaden. Man får således en överprissättning i primärmarknaden. Denna brist i prisbildningsprocessen har i sin tur medfört att aktörer inte agerar i primärmarknaden utan avvaktar den rätta räntenivån (priset) i sekundärmarknaden.<sup>6</sup>

### ***Riksgäldskontorets marknadsvård***

Repomarknaden är en del i handeln med statsobligationer och påverkar såväl likviditeten som prisbildningen i marknaden. En väl fungerande repomarknad förutsätter emellertid att innehavare av statspapper deltar i repomarknaden. Detta gäller särskilt de större innehavarna. Närvaron och behovet av att delta varierar dock med marknadsutvecklingen i sin helhet. Även transaktionskostnader i form av tillräckligt systemstöd påverkar innehavarnas vilja att agera i marknaden.

I syfte att öka likviditeten och minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden bedriver Riksgäldskontoret så kallad marknadsvård i handeln med statsobligationer. Med marknadsvård avses bland annat att Riksgäldskontoret erbjuder återförsäljarna repor med exempelvis statsobligationer, men även frekvensen och volymen på emissionerna utgör en del av marknadsvården.

När Riksgäldskontoret agerar i marknadsvårdande syfte innebär det att man temporärt lånar ut statspapper även om det saknas ett lånebehov. Riksgäldskontorets motpart i dessa transaktioner utgörs endast av de auktoriserade återförsäljarna. Marknadsvården har sin grund i att aktörerna i repomarknaden kan låna statspapper. Det innebär i praktiken att aktörerna får ett större handelslager att arbeta mot vilket underlättar prissättningen vid större volymer och som även är gynnsamt för likviditeten. Riksgäldskontorets åtgärder innebär att volymen statspapper ökar temporärt.

Riksgäldskontorets marknadsvård syftar till att säkerställa att det alltid finns tillgång på statspapper för att lösa ingångna avtal när det saknas utbud i marknaden. Riksgäldskontoret tillhandahåller repor i nominella statsobligationer, statsskuldväxlar och realobligationer. Reporna görs inte med längre löptid än en kalenderdag (T/N)<sup>7</sup> För att förhindra otillbörligt utnyttjande är möjligheten att utnyttja repofaciliteten förenad med en straffränta och ofta begränsad i volym.

<sup>6</sup> CEPR. European Government Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency. Maj 2006.

<sup>7</sup> "tomorrow-next." Likvid erhålls nästkommande bankdag och återbetalning sker påföljande bankdag.

## 1.5 Intressekonflikter

I Finansinspektionens föreskrifter stadgas att intressekonflikter som uppstår i samband med utförande av egna affärer, uppdrag åt emittenter och andra kunder ska hanteras.<sup>8</sup> Detta följer av kraven om en rättvis behandling inom ramen för de sundhetskrav som ställs i lag (1991:981) om värdepappersrörelse.

### *Intermediärer inom samma koncern*

I det finansiella systemet verkar olika typer av intermediärer, exempelvis: banker, fondbolag, värdepappersbolag etc. Det är inte ovanligt att flera slags intermediärer ingår i en och samma koncern. I de stora finanskoncernerna i Sverige idag ingår såväl bank- och värdepappersbolag som bostadsinstitut, försäkringsbolag, fondbolag och finansbolag. Syftet med denna struktur är att kunna erbjuda tjänster och produkter inom hela det finansiella området.

Strukturen med olika typer av intermediärer inom samma koncern medför att det kan uppstå situationer där olika intressen står mot varandra såväl internt som externt. För att undvika misstanke om gynnande inom den egna koncernen eller ett missgynnande av externa kunder, är det viktigt att befintliga och potentiella intressekonflikter identifieras, hanteras och kommuniceras med marknaden. En tydlig intressekonflikt finns mellan bankens egna positioner och kundhandel. I aktiemarknaden har man i flera fall hanterat denna konflikt genom en fysisk uppdelning av handlarborden. Andra intressekonflikter som kan uppstå internt är exempelvis mellan fondbolagens investeringar och en annan intermediärs behov av att exempelvis hedga en viss position. Hanteringen av intressekonflikter är en del av genomlysningen av marknaden och är därmed av stor betydelse för förtroendet för marknaden.

Den svenska räntemarknaden har ett fåtal aktörer. Det betyder att ett missgynnande av en kund relativt omgående kan förväntas upptäckas och sannolikt medföra negativa konsekvenser, i vart fall om kunden är en betydande aktör i marknaden. Den svenska räntemarknaden kan således på grund av sin litenhet i viss utsträckning vara självsanerande när det gäller oegentligheter i marknaden.

Men även om möjligheterna att missgynna vissa typer av kunder är begränsade i den svenska marknaden så utgör själva strukturen, med olika typer av intermediärer inom samma koncern, att kraven på en fungerande hantering av intressekonflikter och genomlysning ökar.

### *Andra intressekonflikter*

Det finns även andra intressekonflikter som kan behöva hanteras. Det kan finnas intressekonflikter som behöver hanteras när intermediärerna agera som rådgivare eller förvaltare åt till exempel försäkringsbolag och tjänstepensionskassor. Intressekonflikterna i denna marknad är inte så väl belysta och det kan finnas andra intressekonflikter som behöver hanteras.

---

<sup>8</sup> FFFS 2002:7



## 1.6 Marknadspåverkande omständigheter

Genomlysning av den finansiella marknaden syftar bland annat till att alla aktörer ska ha samma kännedom om pris eller på annat sätt marknadspåverkande omständigheter. Ytterst regleras detta i marknadsmissbrukslagen<sup>9</sup> där det stadgas att den som får kännedom om en omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument begår ett brott om han utnyttjar denna kunskap i sin handel. Men även om inte informationen når upp till lagens rekvisit så innebär en asymmetrisk eller selektiv informationshantering att prisbildningsprocessen påverkas negativt samt att förtroendet för marknaden urholkas.

I obligationsmarknaden utgörs marknadspåverkande omständigheter i många fall av statistik, analyser och prognoser över den svenska ekonomin. Det kan t.ex. vara prognoser över inflationens utveckling, uppgifter om sysselsättningsstatistik eller tillväxtsiffror i handeln. Eftersom den svenska marknaden är relativt liten påverkas den även av statistik hänförlig till den ekonomiska utvecklingen inom EU och USA.

Den mest grundläggande marknadsinformationen härrör från statens lånebehov och Riksgäldskontorets upplåningsplan. Men marknadspåverkande information kan också emanera från aktörerna i marknaden. Ett exempel är de placeringsregler som styr vissa stora aktörer i marknaden. Placeringsreglerna innebär ofta att en viss procent av tillgångarna ska utgöras av räntebärande tillgångar med låg risk. Detta betyder att dessa aktörer måste förändra sitt innehav i relation till utvecklingen på de olika marknaderna och påverkar då utbud och efterfrågan i marknaden. Om omviktningen är av större volymer av innehavet kan den utgöra en marknadspåverkande omständighet. Även flödet i marknaden, dvs. utbud och efterfrågan, utgör en marknadspåverkande omständighet. Ett ökat köp- eller säljtryck på visst finansiellt instrument påverkar prissättningen i såväl avistamarknaden som derivatmarknaden.<sup>10</sup>

En annan omständighet som är direkt prispåverkande är ratinginstitutens kreditbedömningar av länder och företag. En förändring av kreditbedömningen av ett visst land får omedelbart en effekt på prisnivån av emitterade statspapper.<sup>11</sup>

Ytterligare omständigheter som i vissa fall är marknadspåverkande är agerande eller beslut från myndigheter. Exempel på det förra utgörs av PPM:s agerande i marknaden i samband med att myndigheten tillförs medel från arbetsgivarna. Exempel på det senare är Finansinspektionens införande av trafikljusmodellen.

Den enskilt viktigaste faktorn i en marknad är information. Om inte alla aktörer har tillgång till samma information samtidigt uppstår en obalans som kan påverka marknadseffektiviteten och förtroendet för marknaden. Ränte-

<sup>9</sup> Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument.

<sup>10</sup> Det kan noteras att förbudet mot insiderhandel i 2 § marknadsmissbrukslagen inte är avsedd att omfatta vetskap om egna avsikter att i framtiden förvärva eller avyttra finansiella instrument, se prop. 2004/05:142 s. 59.

<sup>11</sup> Den 15 juni 2006 sänkte Standard & Poor's ratingen för Ungern. Tillsynsmyndigheten i Ungern inledde en insiderundersökning pga. ökad handel i statsobligationer före offentliggörandet. Utredningen visade att S & P delgivit vissa (betalande) kunder informationen via hemsidan ca tio minuter före offentliggörandet.

marknaden, liksom andra finansiella marknader, påverkas av olika interna och externa beslut och omständigheter. När det gäller omständigheter hänförliga till aktörer som står under FI: s tillsyn så är deras handhavande med marknadspåverkande information eller omständigheter reglerat i lag eller föreskrift.

Övriga aktörers hantering av marknadspåverkande information är dock också viktig för marketns funktionssätt. Det är således viktigt att marknadspåverkande statistik från exempelvis Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån (SCB) hanteras och sprids så att alla aktörer får tillgång till informationen samtidigt. Detsamma gäller alla beslut eller åtgärder från myndigheter som kan ha en marknadspåverkan.

Ytterst kan bristande eller felaktig hantering av marknadspåverkande information utgöra en överträdelse av marknadsmissbrukslagen. Det gäller alla oavsett om man regleras inom det finansiella regelverket eller inte. Det är således viktigt att aktörer i marknaden identifierar vilka uppgifter eller omständigheter som kan vara marknadspåverkande och därefter skapar rutiner och system för att hantera dessa i syfte att undvika en selektiv eller asymmetrisk informationsgivning.

## 1.7 Genomlysning

I MiFID införs bl.a. regler om ökad genomlysning av såväl orderläggning som avslutsinformation. Syftet är att skapa konkurrensneutralitet samt förbättra aktörernas möjlighet att jämföra de priser som ställs i marknaden. Dessa ökade krav på genomlysning avser emellertid endast aktier. Huruvida den utvidgade genomlysningen även skall omfatta andra finansiella instrument än aktier, exempelvis obligationer, ska kommissionen ta ställning till vid ett senare tillfälle.<sup>12</sup>

En väl fungerande genomlysning är grundläggande för en finansiell marknad. Genomlysningen syftar till att eliminera informationsasymmetrier och informationsövertag. I en helt/fullt genomlyst marknad är all relevant handelsinformation tillgänglig för alla och envar. Behovet av genomlysning varierar emellertid mellan aktörer och olika marknader. Balansen i genomlysningen måste dock tillgodose en fungerande konkurrens, generera rättvisa förhållanden och utgöra ett fullgott investerarskydd i syfte att stimulera befintliga aktörer, men även för att attrahera nya. Full genomlysning är således inte alltid optimal genomlysning.

En betydande del av regleringen på värdepappersmarknaden syftar till att uppnå en bra och fungerande informationsspridning. Tillgången till information och genomlysning av marknaden är direkt relaterade till prisbildningen i marknaden. En fungerande informationshantering är en förutsättning för att investeringskapital ska kunna allokteras på ett effektivt sätt. Kravet på fullgod och adekvat information till investerarna är grundläggande för investeringsbedömningar. Adekvat information och en fungerande genomlysning skapar också förtroende bland investerarna vilket medverkar till att förbättra marketns effektivitet.

---

<sup>12</sup> MiFID art. 65.

### ***Asymmetriskt informationsflöde***

Man kan utgå ifrån att tillgången till marknadspåverkande information skiljer sig åt mellan aktörerna i obligationsmarknaden. Staten genom Riksgäldskontoret har den mest centrala informationen bland annat i form av planerna för när emissioner ska ske och i vilka obligationer. Därutöver torde de auktoriserade återförsäljarna ha tillgång till mer marknadspåverkande information än andra aktörer eftersom de genererar egen information i sin roll som marknadsgarant, framför allt information om flödena på marknader och olika aktörers efterfrågan. De auktoriserade återförsäljarna har tillgång till marknadsliquiditeten genom interbankhandeln och får god kännedom om orderflödet genom kundhandeln. De stora aktörerna i marknaden är även aktiva i derivatmarknaden och kan genom den få ytterligare information om flöden och trender som påverkar prissättningen i marknaden. De mindre aktörerna har inte tillgång till samma informationsflöde och detsamma gäller självklart för privatpersoner. Det finns således en inbyggd informationsasymmetri i strukturen på obligationsmarknaden.

### ***Handelssystem***

Även om avslut på obligationsmarknaden fortfarande till stor del genomförs över telefon pågår en förändring och handel över en elektronisk marknadsplats blir allt vanligare. Detta gäller särskilt på olika marknadsplatser i Europa, men även i Sverige kan man sedan några år tillbaka handla de mest omsatta statsobligationerna (benchmarkobligationerna) i Stockholmsbörsens elektroniska handelssystem SAXESS.<sup>13</sup>

Men även om handel sker elektroniskt innebär inte det per automatik att genomlysningen ökar nämnvärt. Dels kan det vara så att den elektroniska handelsplattformen endast är tillgänglig för de auktoriserade återförsäljarna eller motsvarande, vilket är fallet i Sverige avseende handeln i SAXESS. Dels redovisas inte all information eller så är informationen fördröjd. Exempel på det senare kan vara att man redovisar priset men inte storleken för den senaste transaktionen, eller att man redovisar full information men med en viss tidsfördröjning.

Ett alternativ till ovan nämnda handelssätt är att aktören annonserar sitt köp- eller säljintresse (request for quote) via en mäklarfirma<sup>14</sup>. Dessa mäklarfirmor, som är internationellt väletablerade, har enbart institutionella aktörer som kunder och tar inga egna positioner. Handeln/budgivningen sker på en elektronisk plattform, men varken prisnivåer eller den inbördes slutordningen i budgivningen redovisas. Syftet med detta förfaringsätt kan vara att aktören vill vara anonym och på detta sätt slippa visa sina intressen för konkurrenter i interbankmarknaden. Genom att inte redovisa budnivåer och avslutspris undviker man att ”vinnaren” i budgivningen hamnar i en ofördelaktig situation i den händelse han avser att avhända eller hedga sin position i interbankmarknaden direkt efter avslutet.

På motsvarande sätt pratar man ibland om ”The winner’s curse” i primärmarknaden. Den bygger på en teori om att den högstbjudande i en auktion förmodligen har bjudit för högt. Om den högstbjudande vill återsälja sin position omedelbart efter auktionen kommer det bästa priset vara det näst

<sup>13</sup> I praktiken sker all handel över telefon och endast avsluten inrapporteras till SAXESS.

<sup>14</sup> Exempelvis Trade Web.

bästa i auktionen. En för stor genomlysning kan få negativa konsekvenser för aktörernas vilja att agera i marknaden.

### ***Genomlysningen av räntemarknaden idag***

Information om köp- och säljintresse visar utbud och efterfrågan just nu. Information om genomförda affärer visar aktuella priser och volymer. Genomlysning i dessa avseenden kan ge investeraren kunskap om trender, öka intresset för att delta i handeln samt ger investeraren en bättre möjlighet att bedöma investeringen. Idag redovisas inte någonting av detta utanför marknadsgaranterna. De priser som redovisas i olika informationssystem är endast indikativa och uppgifter som rör köp- och säljintresse redovisas inte alls.

Avslut avseende skuldebrev samt termins- och optionskontrakt avseende skuldebrev ska offentliggöras senast kl. 09.00 dagen efter affärsdagen. Uppgifterna ska innehålla vägt snittpris avseende handlad volym, högsta och lägsta avslutspris under dagen samt total volym för samtliga affärer under affärsdagen.<sup>15</sup> Uppgifterna redovisas i Stockholmsbörsens officiella dagliga kurslista för obligationer.

## **1.8 Konkurrensfrågor**

Konkurrens är i grunden en tävling mellan företag om kundernas förtroende och gunst. Företagen använder pris, kvalitet och service för att vinna kunderna. De företag som misslyckas slås ut. Men en fungerande konkurrens är inte nödvändigtvis önskvärd för säljarna på en marknad. Själva drivkraften i en konkurrensutsatt verksamhet kan ses som en strävan mot en ensamställning.

Konkurrens är inte ett primärt uppdrag för FI, men en väl fungerande konkurrens är nödvändigt för att skapa en effektiv finansmarknad. Fler av de regler som ligger till grund för FI:s tillsyn syftar också till att bidra till konkurrensen. Det är därför relevant för FI att ha en uppfattning om konkurrensen på finansmarknaden.

Den svenska marknaden för handel med statsobligationer har få återförsäljare relativt andra länder och utgör samtidigt en relativt koncentrerad marknad med få aktörer. Lägg därtill till att flera av dessa aktörer ingår i strukturen med olika finansiella intermediärer inom samma koncern.

Det begränsade antalet återförsäljare och självständiga/fristående intermediärer utgör tillsammans med marknadens struktur med telefonhandel och riskexponering/motpartsrisiker att förutsättningarna för en väl fungerande konkurrens är diskutabla. Strukturen medför även att man kan sätta frågetecken för konkurrensneutraliteten mellan aktörerna och för nya aktörers möjlighet att etablera sig i marknaden.

Effektiv prisbildning och god likviditet är inte enbart betingat av genomlysning, även marknadens struktur avseende konkurrensförhållanden utgör en betydande faktor.

---

<sup>15</sup> FFFS 1995:43

## 1.9 EG-direktiv<sup>16</sup>

### *Direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID)*

Direktivet 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument antogs under 2004 och reglerar verksamheten för värdepappersinstitut och reglerade marknader. Flera av reglerna i direktivet är allmänna principer som behöver fyllas ut och därför har även en genomförandeförordning och ett genomförandedirektiv tagits fram.

I värdepappersmarknadsutredningens betänkande föreslår utredningen att reglerna i genomförandedirektivet ska införas i Finansinspektionens föreskrifter.<sup>17</sup> Processen med att ta fram nya föreskrifter pågår parallellt med lagstiftningsprocessen. Enligt tidsplanen för MiFID ska lagen, föreskrifterna och förordningen börja gälla den 1 november 2007.

### *Krav på genomlysning*

I direktivet införs regler om ökad genomlysning i den finansiella handeln i syfte att förbättra investerarnas möjligheter att jämföra priser och därmed öka konkurrensen mellan aktörerna. Reglerna avser såväl informationskrav före handel som efter handel. Dessa krav berör emellertid endast handeln med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad.

I betänkandet från värdepappersmarknadsutredningen (SOU 2006:50) föreslås att ”regeringen eller den myndighet regeringen bestämmer får meddela närmare föreskrifter om ett företags skyldigheter att offentliggöra information beträffande andra finansiella instrument än sådana som är upptagna till handel på en reglerad marknad”.

Kommissionen skall enligt artikel 65.1 i MiFID senast två år efter det att direktivet trätt i kraft rapportera till Europaparlamentet och rådet om direktivets informationskrav avseende information före och efter handel ska utvidgas till att även gälla andra finansiella instrument än aktier.

Även om inte räntemarknaden omfattas primärt av alla delar i direktivet är det, med tanke på föreskriftsrätten och den kommande utvärderingen av en utveckling av informationskraven, angeläget att FI har en god uppfattning om räntemarknadens struktur och funktionssätt. Även om relevansen av genomlysning kan variera mellan olika marknadstyper och av huruvida marknaden domineras av icke-professionella kunder eller professionella kunder, så påverkar valet av genomlysning såväl marknadens likviditet som effektivitet.

### *Transaktionsrapporteringsystem (TRS)*

Enligt MiFID artikel 25.3 ska ett värdepappersföretag som utfört en transaktion med ett finansiellt instrument som tagits upp till handel på reglerad marknad så snart som möjligt och senast vid slutet av följande arbetsdag lämna uppgifter om transaktionen till den behöriga myndigheten. Detta gäll-

<sup>16</sup> Se [www.fi.se](http://www.fi.se) för mer information

<sup>17</sup> SOU 2006:50, En ny lag om värdepappersmarknaden och SOU 2006:74, supplement.

er oavsett om transaktionen utförts på en reglerad marknad eller inte.<sup>18</sup> Rapporteringskravet är kombinerat med krav på snabbt informationsutbyte mellan behöriga myndigheter i andra medlemsstater. Med transaktion avses ett köp eller försäljning av ett finansiellt instrument.

Handel som sker på Stockholmsbörsen avseende exempelvis obligationer och derivatinstrument anses ske på en reglerad marknad. Även om handeln med dessa instrument sker utanför börsen (OTC) omfattas således handeln av bestämmelsen eftersom de finansiella instrumenten är upptagna till handel på en reglerad marknad.

Bestämmelsen är en minimibestämmelse. Medlemsstaterna kan välja att tillämpa bestämmelsen även på finansiella instrument som inte tagits upp till handel på en reglerad marknad. Värdepappersmarknadsutredningen föreslår att regeringen eller den myndighet regeringen bestämmer bör bemyndigas att utfärda föreskrifter om transaktionsrapporteringen även ska avse finansiella instrument som inte är upptagna för handel på en reglerad marknad.<sup>19</sup>

#### *Bästa orderutförande (best execution)*

Genom MiFID kommer en reglering om bästa orderutförande att införas i regelverket. Ett värdepappersinstitut ska vid utförande av en order vidta alla rimliga åtgärder för att uppnå bästa möjliga resultat för kunden med beaktande av pris, kostnad, skyndsamhet, sannolikhet för utförande och andra för kunden väsentliga omständigheter. Bestämmelserna syftar till att skydda investerare som inte har full kännedom om marknadspåverkande information och därför inte kan bedöma om priset är det rätta.

Bestämmelsen gäller finansiella instrument och kommer att vara tillämplig vid utförande av order på en kunds uppdrag, dvs. vid såväl kommissionshandel som vid handel mot eget lager.

Ett värdepappersinstitut ska upprätta system och riktlinjer för hur institutet ska kunna uppnå bästa möjliga resultat vid utförande av kunds order. I riktlinjerna ska för varje kategori av finansiella instrument finnas uppgifter om de olika marknadsplatser där institutet utför sina kundorder och de faktorer som påverkar valet av marknadsplats.

För vissa finansiella instrument, exempelvis penningmarknadsinstrument och OTC-derivat, finns det ingen extern marknadsplats. Detsamma gäller market maker-handel där handelsplatsen utgörs av institutet självt. Frågan är således om reglerna om bästa orderutförande kan appliceras på en market maker-handel motsvarande handeln med statsobligationer i Sverige. En annan fråga som aktualiseras i räntemarknaden är huruvida utförandet av en order är ekvivalent med att ställa ett pris som accepteras av motparten, och hur ett bästa orderutförande av detta ska ske i praktiken.

#### *Professionella och icke professionella investerare*

I MiFID görs en uppdelning mellan professionella och icke professionella investerare. Det betyder att direktivets skyddsregler för investerare är olika

<sup>18</sup> Med reglerad marknad avses kortfattat: ett multilateralt system som drivs och/eller leds av en marknadsplatsoperatör, vilket sammanför eller möjliggör sammanförandet av flera köp- och säljintressen i finansiella instrument från tredje man. Se MiFID artikel 4.1.14.

<sup>19</sup> SOU 2006:50.

högt ställda beroende på vilken kategori investeraren tillhör. Skyddet är mer omfattande för icke-professionella än för professionella investerare.

Av artikel 24 i direktivet följer att när professionella investerare är godtagbara/jämbördiga motparter<sup>20</sup> ska investerarskyddsreglerna avseende informationsutbyte, bästa orderutförande och orderhantering under vissa förutsättningar inte tillämpas alls.<sup>21</sup> Som godtagbara/jämbördiga motparter avses bland annat värdepappersföretag, kreditinstitut, försäkringsföretag, fondföretag och deras förvaltningsbolag.<sup>22</sup>

De förutsättningar som styr om en professionell investerare omfattas av skyddsreglerna eller inte varierar med motparten och vad som överenskomits mellan parterna. Utgångspunkten är att skyddsreglerna inte gäller mellan tillståndspliktiga företag (art. 24.2) om inte motparten begär det. För övriga professionella investerare enligt artikel 24.3, s.k. frivilligt professionella, är det tvärtom.

Merparten av räntemarknadens aktörer torde falla in under begreppen ”professionella investerare” och ”godtagbara/jämbördiga motparter”. Det innebär att exempelvis reglerna om bästa orderutförande sannolikt inte behöver tillämpas på huvuddelen av transaktionerna i handeln med statsobligationer.

### **Öppenhetsdirektivet**

Öppenhetsdirektivet syftar till öppna, effektiva och integrerade värdepappersmarknader.<sup>23</sup> Direktivet innehåller bestämmelser om krav på regelbundet återkommande och löpande information om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad. Direktivet innehåller också bestämmelser om att aktieägare skall informera om större förändringar i aktieinnehavet (flaggning).

Av direktivet framgår att bestämmelserna om regelbunden finansiell information inte ska tillämpas på vissa kategorier av emittenter. Här avses emittenter med hög kreditvärdighet såsom staten m.fl. samt emittenter av skuldebrev som endast vänder sig till större investerare. Undantagen gäller emittenter av enbart skuldebrev som är upptagna till handel på en reglerad marknad och vars nominella värde uppgår till minst 50 000 euro. Man anser att behovet att genom en offentlig reglering säkerställa dessa investerares informationsbehov är begränsat.

Vidare framgår det att penningmarknadsinstrument med en löptid som understiger tolv månader undantas från direktivets tillämpningsområde. Det betyder att fordringsrätter såsom statsskuldväxlar och bankcertifikat inte omfattas.

Begränsningarna och undantagen innebär att en stor del av den traditionella räntemarknaden faller utanför direktivets reglering.

<sup>20</sup> I den engelska versionen ”Eligible counterparties”

<sup>21</sup> MiFID art. 19, 21 och 22.1.

<sup>22</sup> Se MiFID art. 24.

<sup>23</sup> Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/109/EG

## 2 Marknadsaktörernas synpunkter

I diskussionspromemorian ”Handel med statsobligationer” inkluderades ett antal frågor/diskussionspunkter hänförliga till strukturen för handeln. Diskussionspromemorian skickades särskilt ut till ett fyrtiotal befintliga och potentiella investerare i marknaden.<sup>24</sup>

Syftet med frågorna var att få marknadsaktörernas syn på marknadsfunktion, tillgänglighet och effektivitet. Sjutton svar inkom till FI varav sex svar var nästan identiska eftersom fem av Riksgäldens återförsäljare valde att svara gemensamt genom Fondhandlareföreningen.<sup>25</sup>

Svaren är inte samstämmiga och i många fall relativt korta. Man kan således inte dra några långtgående slutsatser men några punkter bör uppmärksammas:

- När det gäller primärmarknaden så anser många att det nuvarande antalet återförsäljare är tillräckligt för att marknaden ska fungera väl, men att antalet är ett minimum och får inte minska.
- Strukturen med återförsäljare/market makers i primär- och sekundärmarknaden som samtidigt hanterar egna positioner och intressen med övrig kundhandel och interbankhandel, genererar tydliga intressekonflikter som måste hanteras.
- Riksgäldens marknadsvård är väl fungerande och viktig för marknaden, men kan vara hämmande för funktionen och utvecklingen av marknadens ”egen” repoverksamhet.
- Flera är positiva till en börshandel men anser att den svenska marknaden för statsobligationer är för liten för en orderdriven elektronisk börshandel. Några aktörer efterfrågar emellertid en börshandlad future.
- Flera svar är positiva till en central motpartsclearing och några påpekar att detta skulle underlätta för nya (små och medelstora) aktörer att etablera sig på marknaden.

---

<sup>24</sup> Se bilaga

<sup>25</sup> Öhmans svarade separat. ABN AMRO svarade inte alls.



## 3 FI:s överväganden

Först diskuteras hur FI ser allmänt på tillsynsbehovet på statspappersmarknaden. Därefter diskuteras några särskilda frågeställningar som aktualiserats av MiFID.

### 3.1 Allmänt tillsynsbehov

Som konstaterats i den allmänna diskussionen om behovet av marknadstillsyn i avsnitt 1.3, syftar marknadstillsynen av en värdepappersmarknad i första hand till att förstärka marknadens effektivitet. Genom exempelvis regler mot marknadsmissbruk och regler som ställer krav på genomlysning kan investerarintresset öka. Därmed ökar handeln, likviditeten förbättras, transaktionskostnaderna kan minska och prisbildningen kan förbättras. Marknadstillsynen innefattar också konsumentskyddet, men eftersom statspappersmarknaden så gott som uteslutande är en professionell marknad är denna aspekt inte betydelsefull.

Till skillnad från andra delar av den finansiella tillsynen kan en stor del av regelverket som syftar till att förbättra marknadseffektiviteten skapas av marknadsaktörerna själva. Det rör sig då inte om ett marknadsmisslyckande i egentlig mening, vilket normalt bör föreligga för att offentlig reglering och tillsyn ska kunna motiveras.

FI ser inte att ett marknadsmisslyckande av mer betydande omfattning finns på statspappersmarknaden. Det finns indikationer på att marknaden skulle kunna fungera bättre, exempelvis vad gäller konkurrensen, men det är inte i första hand ett problem som kan åtgärdas med finansiell reglering och tillsyn. Det låga antalet market makers och de konsekvenser för konkurrensen som det medför tas upp som ett problem av flera marknadsaktörer. Inträdesbarriärerna för nya aktörer förefaller vara höga på den svenska marknaden.

Mycket av det regelverk som utformats för värdepappersmarknader syftar till att skapa förutsättningar för en fungerande börshandel. Detta kan konstateras exempelvis vad gäller MiFID och dess regler för genomlysning, bästa orderutförande och hantering av intressekonflikter. Detta utvecklas mer i särskilda avsnitt nedan. Det faktum att den svenska statspappersmarknaden är en market maker-marknad, med professionella investerare, gör att förutsättningarna för finansiell tillsyn och reglering är annorlunda än på aktiemarknaden. Givet den marknadsstruktur som finns, förefaller marknaden fungera förhållandevis väl. Detta stöds också till stor del av de synpunkter som marknadsaktörer framfört på FI:s promemoria.

Det är möjligt att en marknadsstruktur med börshandel skulle ge en bättre fungerande marknad. En sådan skulle kunna behöva mer av det regelverk som finns för aktiemarknaden, till exempel vad gäller genomlysning. En fördel med en börshandel vore att det sannolikt att fler investerare skulle delta i marknaden, dels utländska, dels mindre svenska. Konkurrensen mellan intermediärerna på marknaden borde förbättras. En nackdel vore att djupet i marknaden, det vill säga i vilken utsträckning stora handelsposter kan säljas utan prispåverkan, sannolikt skulle försämrats. Kostnaderna skulle

sannolikt förändras så att kostnader i större utsträckning skulle tas ut som avgifter och i mindre utsträckning som en spread mellan köp- och säljkurser. Huruvida transaktionskostnaderna skulle öka eller minska totalt samt hur likviditeten och prisbildningsprocessen skulle förändras, är i hög grad öppna frågor, som är mycket svåra att på förhand bilda sig en uppfattning om.

En del av en förändrad marknadsstruktur skulle kunna vara en central motpartsclearing. Detta borde medföra minskade inträdesbarriärer för nya aktörer. En central motpartsclearing är förmodligen en förutsättning för en väl fungerande börshandel.

FI ser inte som sin uppgift att driva en eventuell förändring av marknadsstrukturen och ser inte att det finns tillräckliga skäl att ha synpunkter på om en förändring är önskvärd eller inte. Om en marknadsstruktur ska förändras bör förändringen drivas av marknaden själv om inte synnerliga skäl föreligger. Statspappersmarknaden består av en enda emittent, Riksgälden, som har goda skäl att beakta hur väl marknaden fungerar, även med avseende på aspekter som konkurrensläget. Om marknaden skulle kunna förbättras av en annorlunda marknadsstruktur, kan det förväntas att Riksgälden driver en sådan utveckling. FI:s roll är i första hand att verka för ett regelverk och bedriva en tillsyn som är anpassad till den rådande marknadsstrukturen, oavsett vilken den är.

## **3.2 En ökad genomlysning enligt MiFID**

Genomlysning av den finansiella marknaden syftar till att främja konkurrensen, öka investerarnas valmöjligheter, sänka transaktionskostnaderna och effektivisera marknadsprisbildning.

Den grundläggande tanken bakom att reglera fram en ökad genomlysning av räntemarknaden är att en ökad genomlysning av före- och efterhandeln kan förbättra effektiviteten och investerarskyddet.

En ökad genomlysning förbättrar investerarskyddet genom att även små- och medelstora investerare i större omfattning får ta del av prisbilder och handelsinformation. Detta är idag förbehållet marknadsgaranterna och de större investerarna. Det ger också de små- och medelstora investerare en förbättrad möjlighet att hämta och sammanställa handelsinformation i syfte att bedöma investeringen.

Det betyder förmodligen också att ökad genomlysning kan attrahera nya aktörer med olikartade handelsmönster/strategier. En homogen marknad tenderar att hämma likviditeten eftersom rörelser i marknaden ofta går i samma riktning. En marknad med aktörer med olika placeringsinriktningar och beteenden skulle kunna medföra en minskad volatilitet i marknaden och öka likviditeten genom att utbud och efterfrågan blev känd för en större krets av (potentiella) investerare. Risken att order inte blir genomförda på grund av att investerare inte känner till det rådande utbudet i marknaden skulle minska. Idag finns exempelvis inte hela obligationsstocken tillgänglig för repo-marknaden, möjligen skulle en ökad genomlysning förändra investerarnas benägenhet att delta i denna marknad.

Eventuella krav på ökad genomlysning ska emellertid också ses i ljuset av att statspappersmarknaden är en market maker-marknad. En ökad genomlysning innebär att risken för marknadsgaranterna att agera i marknaden ökar. I en market maker-marknad skapas likviditet och djup i stor utsträckning genom att marknadsgaranterna tar positioner i egen bok. En ökad genomlysning skulle försvåra för marknadsgaranten att neutralisera positionen utan förlust eftersom priset i marknaden skulle anpassas till genomförda transaktioner. Det betyder att en ökad genomlysning kan leda till att förutsättningarna för att vara marknadsgarant försämrats till den grad att incitamenten att agera och delta i marknaden minskar avsevärt.

Det finns således både för- och nackdelar med en ökad genomlysning av såväl information före handel som information efter handel. CESR skriver i sitt i maj publicerade konsultationsdokument<sup>26</sup> att alla åtgärder för att förändra nuvarande struktur för genomlysning i räntemarknaden, måste baseras på en analys av marknadsmisslyckanden. Vidare konstaterar CESR att genomlysningen har utvecklats under åren och att dessa förändringar ofta genomförts av marknaden själv. CESR anser att självreglering är ett alternativ men att det måste finnas en tydlig behovsanalys och målsättning samt att en tydlig vilja att uppnå målsättningen.

FI:s bedömning är att så länge den svenska statspappersmarknaden är en market maker-marknad, så är det inte lämpligt att ställa högre krav på genomlysning, i vart fall inte krav på genomlysning innan handel (pre trade transparency). En market maker-marknad kan knappast fungera med krav på genomlysning innan handeln, och sådana krav skulle närmast kunna leda till att en förändrad marknadsstruktur framtvingas. Som diskuterats ovan ser emellertid inte FI att detta kan vara ett syfte med den offentliga regleringen och tillsynen. Detta måste ske på initiativ av marknaden själv.

### 3.3 Bästa ordergenomförande

EU-kommissionen har berört frågan huruvida reglerna om bästa ordergenomförande ska tillämpas i en market maker-marknad.<sup>27</sup> Utöver ett undantag för jämställda parter (eligible counterparties) så skriver kommissionen att transaktioner som har sitt ursprung i en specifik begäran från kunden, eller utgör en acceptans av kunden på ett erbjudande från institutet, generellt sett inte omfattas av begreppet kundorder och därmed inte heller av kraven på bästa ordergenomförande. Som exempel redovisar kommissionen bland annat avslut som sker genom så kallad "request for quote" där institutet lämnar ett bud som sedan accepteras av kunden. Ett annat förfarande, som inte heller träffas av krav på bästa ordergenomförande, är handel som sker genom att investerare ringer runt (shop around) till flera institut och ber dem ställa priser för ett visst instrument. Ett krav på bästa ordergenomförande gäller inte mellan investeraren och den motpart som investeraren valde.

Kraven på bästa ordergenomförande kan således inte anses omfatta statspappersmarknaden. Det är över huvud taget svårt att se hur ett sådant krav skulle kunna ställas i en market maker-marknad.

<sup>26</sup> Consultation Paper on non-equity transparency (April 2007)

<sup>27</sup> Working dokument ESC-07-2007

### 3.4 Intressekonflikter

Ett värdepappersföretag ska enligt artikel 18 i MiFID vidta alla rimliga åtgärder för att identifiera intressekonflikter som uppstår vid tillhandahållandet av investeringstjänster. Vidare ska värdepappersföretagen fastställa och tillämpa effektiva organisatoriska och administrativa förfaranden i syfte att förhindra att kunderna påverkas negativt. Om detta inte kan garanteras ska kunden klart och tydligt informeras om den föreliggande intressekonflikten.

Bestämmelser om hantering av intressekonflikter finns redan idag i lag (1991:981) om värdepappersrörelse och i Finansinspektionens föreskrifter om uppföranderegler på värdepappersmarknaden.<sup>28</sup> Dessutom har FI i två allmänna råd behandlat intressekonflikter för analytiker respektive vid investeringsrekommendationer.<sup>29</sup>

Som diskuterats i diskussionspromemorian (avsnitt 1.5 i denna rapport) och som till stor del bekräftats i svaren, innebär strukturen med market maker-handel, finansiella koncerner och marknadsgaranter i handeln med statsobligationer att intressekonflikter uppstår. Identifiering och hantering av intressekonflikter är en del av genomlysningen och informationshanteringen i den finansiella marknaden och därför viktig för förtroendet och effektiviteten i handeln.

I någon mening bygger en market maker-marknad på att intressekonflikter exploateras, så till vida att marknadsgarantens informationsövertag i form av kännedomen om egna orderflöden påverkar vilket pris denne ställer i marknaden. Ett utnyttjande av detta informationsövertag kan knappast ses som otillbörligt. Däremot kan det finnas andra intressekonflikter som inte är uppenbara på motsvarande sätt och där det kan finnas skäl att tydligare ställa krav på hanteringen av intressekonflikten. Ett sådant exempel är hur koncernföretag (till exempel fondbolag och livbolag inom samma koncern) hanteras av en bank i intermediärsrollen. Ett annat är hur rollen som rådgivare och kapitalförvaltare åt externa parter hanteras i ett intressekonfliktsperspektiv i förhållande till rollen som marketmaker.

Exakt vilka intressekonflikter som bör hanteras och hur denna hantering bör se ut är inte självklart. Finansinspektionen avser därför att under 2008 genomföra en undersökning av hur aktörerna i räntemarknaden identifierar och hanterar intressekonflikter. Undersökningen kommer att omfatta såväl primär- som sekundärmarknaden.

---

<sup>28</sup> FFFS 2002:7

<sup>29</sup> FFFS 2005:9 och FFFS 2005:10

## Bilaga

### Frågor/diskussionspunkter i ursprungspromerian

1. Antalet aktörer är av betydelse bland annat för konkurrens- och likviditetsfrågor.
  - a. Är antalet aktörer i handeln med statsobligationer idag tillräckligt ur detta perspektiv? Motivera svaret.
  - b. Om inte, vad kan eller bör man initialt göra för att öka antalet återförsäljare och/eller aktörer i sekundärmarknaden?
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.
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.
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 marknads funktionssätt? Motivera svaret.
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.
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?

7. Central motpartsclearing
  - a. Vilka positiva respektive negativa effekter skulle en central motpartsclearing i avistahandeln med statsobligationer medföra?
8. Övriga synpunkter på marknadens funktionssätt, struktur, tillgänglighet etc.
9. Hur ser ni på FI:s engagemang och närvaro i räntemarknaden generellt?  
Hur aktiv bör FI vara i sin tillsyn av räntemarknaden?

# Finansinspektionens rapporter

finns på [www.fi.se](http://www.fi.se)

- 2007:13 Hedgefonder och private equity – bankernas och försäkringsföretagens exponeringar
- 2007:12 Emissioner och nyintroduktioner – fungerar skyddet för investerarna?
- 2007:11 Processen vid introduktioner och nyemissioner
- 2007:10 Brottsliga angrepp mot internetbanker
- 2007:9 Konsumentskyddet på finansmarknaden
- 2007:8 Pension under utbetalning
- 2007:7 Pensionsspara i försäkring
- 2007:6 Fondbolagens informationsgivning II
- 2007:5 Rådgivningen, kunden och lagen – en undersökning av finansiell rådgivning
- 2007:4 Kreditmarknadsbolagen och konsumentskyddet
- 2007:3 Ordning och reda ? II – en granskning av 678 försäkringsförmedlare
- 2007:2 Utvärdering av Stockholmsbörsen AB som central motpart, 2006
- 2007:1 Utvärdering av VPC:s clearingsystem, 2006
- 2006:18 Operativa risker – företagets hantering och FI:s rekommendationer
- 2006:17 Penningtvätt och terroristfinansiering
- 2006:16 Flytträtt för sparande i pensionsförsäkring – kartläggning och förslag
- 2006:15 Oreglerade erbjudanden på aktiemarknaden
- 2006:14 Finanssektorns stabilitet 2006
- 2006:13 Warrantmarknaden – en granskning av informationen till småsparare
- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelseregler för livförsäkring
- 2006:10 Pensionssparandet och värdebeskeden
- 2006:9 Utvecklingen på bolånemarknaden
- 2006:8 Ordning och reda – en granskning av 150 försäkringsförmedlare
- 2006:7 Livbolagens förlusttäckning – redovisning av olika metoder
- 2006:6 Bankernas kapitalkrav med Basel 2



Finansinspektionen  
Box 7821, 103 97 Stockholm  
Tel 08-787 80 00  
Fax 08-24 13 35  
[finansinspektionen@fi.se](mailto:finansinspektionen@fi.se)