

Finansinspektionen
Box 6750
113 85 STOCKHOLM

Handeln med statsobligationer

(FI dnr 06-4354-309)

Finansinspektionens promemoria ger en översiktlig beskrivning av olika aspekter på statsobligationsmarknaden, dess roll och funktionssätt. En utgångspunkt är en kommande diskussion om i vad mån reglerna i MiFID¹ ska tillämpas på marknader för andra värdepapper än aktier. Promemorian utmynnar i ett antal specifika frågor. Riksgälden återkommer till frågorna nedan, men vill inledningsvis i mer generella termer kommentera statspappersmarknadens organisation och egenskaper i relation till det synsätt och de regler som präglar MiFID, samt de frågor som måste analyseras för att ta ställning till vilka regler som bör styra statspappersmarknaden.

Regleringsmotiv på statspappersmarknaden

En fundamental utgångspunkt för statens förhållningssätt till regleringar av privat organiserade marknader är att det ska finnas påvisbara skäl att befara ett marknadsmisslyckande, vilket i generell mening innebär att för lite (eller för mycket) produceras eller att kvaliteten på det som produceras är undermålig. Detta är ett nödvändigt men inte tillräckligt villkor för att motivera ingrepp i en marknader som privata aktörer etablerat. Dessutom måste det kunna göras troligt att regleringar sammantaget ger ett bättre resultat. Det krävs således även en analys av kostnader för och biverkningar av regleringsingreppen för att säkerställa att fördelarna med att ingripa överväger.

Det speciella med den diskussion som aktualiseras av MiFID är att det inte handlar om en förutsättningslös analys av vilka regler som bäst kan komma till rätta med eventuella marknadsmisslyckanden. Reglerna är redan fastlagda i MiFID. För att motivera tillämpning av MiFID räcker det således inte att konstatera att det finns marknadsmisslyckanden i obligationshandeln.

¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument.

Avgörande är huruvida de specifika reglerna i MiFID, som i huvudsak rör krav på genomlysning av handeln, skulle förbättra obligationsmarknadens funktionssätt.

I det sammanhanget måste det understrykas att MiFID är utformat för att tillämpas på börshandlade aktier. Utan att ta upp huruvida MiFID är ett bra regelverk för aktiemarknaden är det uppenbart att sannolikheten för att MiFID-reglerna ska vara väl lämpade för en marknaden uppbyggd kring marknadsgaranter minskar i och med att de är utformade för börshandlade värdepapper.

Det går därvid inte att anta att obligationshandelns nuvarande organisation är följden av en historisk slump och att den lika gärna kunde ske via en orderdriven börs. Mot en sådan tolkning talar att obligationshandeln i flertalet länder är organiserad på ungefär samma sätt. I ett svenskt perspektiv bör det också noteras att det på 1990-talet gjordes ett misslyckat försök att införa börshandel av obligationer.

Utgångspunkten bör i stället vara att statspappersmarknaden – i likhet med andra marknader som köpare och säljare agerar på frivilligt och där en rimlig grad av konkurrens råder – avspeglar en avvägning mellan olika intressen som parterna funnit vara acceptabel. Marknadens organisation är uttryck för en form av institutionell jämvikt.

Samtidigt går det inte att komma ifrån att hur denna jämvikt ser ut påverkas av styrkeförhållandena mellan parterna. Om exempelvis konkurrensen mellan marknadsgaranterna är svag, kan strukturen bli sådan att deras intressen får större genomslag än investerarnas. Resultatet kan bli att handelsformerna låses i former som gynnar de etablerade marknadsgaranterna och att innovationsförmågan blir svag. För att bryta sådana mönster är det viktigt att undersöka om det finns omotiverade tillträdeshinder. Näringsrätten kan i sig skapa tillträdeshinder, men bortsett från detta är konkurrensförhållandena en fråga som bör angripas med andra medel. Detta gäller särskilt som näringsrätten på värdepappersområdet primärt syftar till att skydda icke-professionella investerare och aktörerna på obligationsmarknaden – både investerare och emittenter – är professionella. Professionella aktörer har för övrigt även ett långtgående ansvar att tillvarata sina egna intressen i frågor som rör konkurrensförhållanden.

Att marknaden är acceptabel i meningen att den finns och fungerar ska således inte tolkas som att den är perfekt. Perfekta marknader existerar inte utan i varje läge kan investerare (och emittenter) önska sig ännu fler motparter, ännu högre likviditet, ännu snävare skillnad mellan köp- och säljkurser (spread), ännu mer prisinformation etc. Men detta är egenskaper som inte kan regleras fram med näringsrättsliga regler av den karaktär som finns i MiFID. I den mån man försöker kan det att påverka systemet i andra avseenden. Krav på

marknadsgaranter att exempelvis lämna mer information om handeln kan leda till att förutsättningarna för att vara marknadsgarant försämras till den grad att antalet motparter minskar. det kan i sin tur göra att spreaden ökar och likviditeten försämras.

Riksgälden ser med intresse fram emot den diskussion om obligationsmarknadernas organisation som pågår i Europa och i Sverige. Vi menar att den måste fokuseras – tydligare än i Finansinspektionens promemoria – på frågan om det finns marknadsmisslyckanden och i vad mån de kan rättas till med näringsrättsliga regler i allmänhet och MiFID-regler i synnerhet. Vår preliminära bedömning är att det inte finns nämnvärda marknadsmisslyckanden i den svenska statspappersmarknaden. Vår bestämda uppfattning är dessutom att det vore direkt skadligt om MiFID-baserade regler om genomlysning och bästa ordergenomförande skulle tillämpas på denna marknad. Huvudansvaret för att utveckla handelsformer och handelsstruktur bör ligga på de professionella marknadsaktörerna. Icke-professionella investerare kommer i kontakt med statspappersmarknaden uteslutande via intermediärer. I den mån det krävs åtgärder för att hjälpa dessa att tillvarata sina intressen bör regleringarna riktas mot dessa intermediärer snarare än marknaden som sådan. Grunderna för dessa bedömningar utvecklas i svaren på inspektionens frågor nedan.

Finansinspektionens frågor²

Fråga 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?

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

Frågan om antalet aktörer är ”tillräckligt” låter sig inte besvaras utan en mer precis beskrivning av vad som bör eftersträvas. Som emittent, dvs. säljare, i marknaden önskar Riksgälden naturligtvis att det ska finnas ett stort antal investerare som efterfrågar våra papper och många mellanhänder som förmedlar dem. Ju fler aktörer och ju större kapital som söker sig till marknaden för svenska statspapper, desto lägre blir våra lånekostnader (allt annat lika), eftersom dessa bestäms i auktioner där köparna tävlar om att få tilldelning. Givet att vårt mål är att minimera kostnaderna kan antalet aktörer därmed aldrig bli ”tillräckligt”.

² Kursiverade stycken är ordagranna citat från Finansinspektionens promemoria, s. 28–29.

Fler är således bättre än färre. Det är emellertid inte primärt *antalet* som är avgörande för vare sig marknadens funktionssätt eller statens lånekostnader. En uppenbar aspekt är hur kapitalstarka investerare det är fråga om. Som en illustration (låt vara hämtad från primärmarknaden) kan vi nämna att Riksgälden har cirka 1 000 kunder som köpt statspapper, i huvudsak statsskuldväxlar, via internet i anslutning till våra reguljära auktioner. Det är mångfalt fler än som via återförsäljarna deltar i auktioner eller i andrahandshandeln. Under 2006 sålde vi för sammanlagt statspapper för 950 miljoner kronor via denna kanal. Det ska ses i relation till att Riksgälden sammanlagt sålde statsskuldväxlar för över 400 miljarder kronor under 2006. Inte ens en fördubbling av *antalet* investerare i denna kategori skulle nämnvärt påverka marknaden, oavsett om det vore fråga om primär- eller sekundärmarknaden.

Mer generellt vill vi – i polemik med resonemang som förs i Finansinspektionens promemoria – understryka att det inte är ett självändamål att öka antalet deltagare i en marknad. Det gäller i synnerhet om de nya aktörerna är icke-professionella och ska ge sig in i en marknad vars struktur etablerats i samspel mellan professionella aktörer. Om de icke-professionellas krav på och behov av investerarskydd gör att handelsstrukturen måste ändras, kan följderna bli högre kostnader för alla parter och en försämrad marknadsfunktion, bl.a. genom att professionella aktörer – investerare, mellanhänder och emittenter – väljer att lämna marknaden.

Mindre uppenbart är att det också är väsentligt att det finns investerare med olika placeringsinriktning och beteenden. Det gäller i synnerhet om marknaden ska vara likvid och uppvisa låg volatilitet. Rena indexinvestor kommer exempelvis ofta att vilja köpa (eller sälja) samtidigt. Det är då viktigt att det finns aktörer med en annan strategi – arbitragörer – som reagerar på prissignaler och därigenom erbjuder likviditet till övriga investerarna. Mångfald är således också en viktig villkor för att få en väl fungerande marknad.

Antalet återförsäljare eller marknadsgaranter har också betydelse, men av andra skäl. Marknadsgaranterna bildar ett nätverk där de omfördelar och sprider risker inbördes genom att köpa och sälja till varandra i interbankhandeln. Det krävs därmed ett visst antal, men på nytt är kapitalstyrkan av avgörande betydelse. En marknadsgarant med liten förmåga att absorbera risk i sin balansräkning gör inte vare sig till eller från för de övrigas möjlighet att hantera sin riskexponering. Vid analys av den svenska statspappersmarknaden är det också väsentligt att beakta att det i praktiken finns fler marknadsgaranter än de som har formella återförsäljaravtal med Riksgälden. Flera internationella banker i London handlar således svenska statspapper i andrahandsmarknaden på i huvudsak samma sätt som återförsäljarna. Understrykas ska också att aldrig så många marknadsgaranter

inte kan skapa bättre likviditet än den som investerarnas aktivitetsnivå ger underlag för.

Vi bedömer att marknaden för nominella statsobligationer uppfyller relativt högt ställda krav på likviditet och utgör en attraktiv marknad. Enligt de undersökningar Riksgälden gör regelbundet uppfattas likviditeten av svenska investerare som utmärkt vad gäller volymer och som god vad gäller spreadar mellan köp- och säljränta. Även internationella investerare betraktar likviditeten som god. Marknaden har djup och stora volymer kan handlas utan nämnvärd prispåverkan. Samtidigt kan inte likviditeten mäta sig med den för t.ex. amerikanska eller tyska statsobligationer beroende på ländernas skilda storlek och statsfinansiella situation. Mot bakgrund av den svenska ekonomins storlek fungerar dock den svenska obligationsmarknaden väl.

Vad gäller realobligationer är likviditeten inte lika god. Investerarkretsen för realobligationer är mer begränsad och mer koncentrerad till svenska placerare. Samtidigt är benägenheten att handla aktivt lägre, särskilt hos svenska investerare. Återförsäljarna är nästan lika många som på den nominella marknaden, vilket illustrerar att antalet återförsäljare inte är en avgörande aspekt.

Investerarnas behov och instrumentens karaktär är således en avgörande faktor för hur likvid marknaden är och kan vara. Realobligationer handlas mindre, vilket gör marknaden mindre likvid, men samtidigt är investerarnas behov av att handla realobligationer relativt litet. Även om mer likviditet är bättre än mindre följer också av detta att det inte är meningsfullt att med artificiella medel söka höja likviditeten.

Från Riksgäldens perspektiv betyder det att vi eftersträvar att hantera statskulden så att den får för investerarna attraktiva egenskaper, med beaktande av vårt mål att låna så billigt som möjligt, dvs. det vi sammanfattar med begreppet marknadsvård. Vi återkommer till det ämnet i svaret på fråga 4.

Sammanfattningsvis bedömer vi att likviditeten i statspappersmarknaden är tillfredsställande och att det från Riksgäldens sida inte finns anledning att vidta några extraordinära åtgärder för att öka antalet investerare. Vi menar också att det inte är ändamålsenligt att med näringsrättsliga regler försöka öka antalet aktörer. Vi skulle välkomna fler återförsäljare givet att dessa bidrar med mer riskkapital till handeln. Villkoren i våra avtal är ett medel för att påverka hur många som vill vara direkta återförsäljare och vi ser regelbundet över dessa för att säkerställa att avtalen ger en rimlig avvägning mellan fördelar och åtaganden. Se vidare svaret på fråga 4.

Fråga 2

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

Ja. (Vi antar att frågan avser konkurrensen mellan marknadsgaranterna.) Vi har inte indikationer på att vare sig formella återförsäljare eller övriga aktörer som regelmässigt ställer priser i svenska statspapper gör onormalt höga vinster på denna verksamhet. Investerarna är professionella aktörer med möjlighet att ringa runt till flera marknadsgaranter och jämföra priser innan de handlar. En enskild investerare kan således skaffa sig en bättre bild av prisläget och djupet i marknaden än en enskild marknadsgarant, som bara känner till sina egna priser och de som erbjuds i interbankhandeln. Det gör att marginalerna i handeln är pressade.

Vår bedömning är att beslutet att delta i statspappershandel för flertalet marknadsgaranter är styrt en strategisk analys av vad som krävs för att vara en framgångsrik aktör i den svenska värdepappersmarknaden, snarare än en aktivitet som motiveras av exceptionellt hög avkastning i just denna verksamhet (i vart fall i relation till avkastningen på andra aktiviteter i värdepappersmarknaden).

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

Svaret på frågan som den är ställd måste bli ja. Det är svårt att föreställa sig någon (mogen) marknad där den existerande strukturen, i form av etablerade kundrelationer, investeringar i system och kompetens m.m., inte begränsar möjligheterna för nya aktörer att etablera sig. Det gäller även för nya återförsäljare av svenska statspapper och dem som vill etablera sig som marknadsgaranter utan att vara formella återförsäljare.

Som framgått ovan skulle Riksgälden välkomna fler återförsäljare och marknadsgaranter. Det ligger i vårt uppdrag att säkerställa att de avtal vi tecknar med dem som vill vara återförsäljare är väl avvägda i förhållande till vårt mål att låna så billigt som möjligt. Ändras förhållandena kan även våra relationer med återförsäljarna behöva ses över. Det är dock en fråga utan koppling till det näringsrättsliga regelverket och diskussionen om MiFID.

Fråga 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?

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

Om genomlysning (och annan information) vore en fri vara, skulle ambitionen i varje läge vara att tillhandahålla mer. Som framgår av promemorian är det dock inte fallet. Genomlysning är förknippad med både direkta och indirekta kostnader. MiFID-reglerna innehåller definitioner av skilda slag av genomlysning och i vilka skeden av handeln den ska träda in. Det skulle föra för långt att här gå in på alla dessa aspekter. Vi vill dock lyfta fram betydelsen av samspelet mellan handelsstrukturen och informationsstrukturen.

Som promemorian noterar kännetecknas obligationshandeln av att det i förhållande till aktiemarknaden görs få och stora transaktioner.³ Det avspeglar att marknaden domineras av institutionella investerare som handlar i stora poster. Viktigt är också att investerarna använder statspapper (jämfört med derivat) för riskhantering och positionstagning. Det gör att investerarna värdesätter likviditet och djup, så att deras positioner kan ändras snabbt och med liten prispåverkan. Samtidigt gör det faktum att investerarna väljer att handla just statspapper att dessa blir extra likvida. Man kan se den höga omsättningen i just statspapper som följd av en självförstärkande process, motsvarande den som leder till att konventioner etableras på andra områden.

En mekanism – utöver att det under en följd av funnits stora utestående volymer – som skapar likviditet och djup i statspappersmarknaden är att det finns marknadsgaranter som står beredda att köpa och sälja stora poster mot egen bok. Det betyder att de sätter sitt eget kapital på spel och inte endast – som en mäklare – förmedlar köp- och säljorder, eventuellt via ett börssystem. För att kunna göra detta måste marknadsgaranterna kunna dölja hur mycket de köpt (eller sålt) till dess de hunnit neutralisera sin position. I annat fall kommer deras motparter att anpassa sina priser så att den marknadsgarant som måste handla åsamkas förluster. Marknadsgaranterna behöver alltså ett temporärt informationsförsteg för att få avkastning på det kapital som de måste binda upp i verksamhet.

Detta är inget unikt. Det går exempelvis att dra en parallell till patent. Om alla omedelbart fick tillgång till en uppfinning, skulle den kunna nyttiggöras utan merkostnader. Men utan patentskydd kommer innovatörer inte kunna täcka

³ I promemorian sägs också att det rör sig om få instrument, men det gäller bara om perspektivet begränsas till statspapper. Särskilt i ett bredare europeiskt perspektiv gäller att antalet företagsobligationer är mångdubbelt större än antalet aktier. Enligt siffror som redovisats av FSA fanns det 2005 ca 8 000 aktier noterade inom EU medan antalet obligationer uppskattas till 200 000. Flertalet av dessa är illikvida, en aspekt som måste beaktas vid en bredare diskussion om genomlysning. (Se FSA Discussion Paper 05/5, *Trading transparency in the UK secondary bond market*, s. 16.

sina utvecklingskostnader, vilket leder till att det blir färre nya produkter. Alltså är det ändamålsenligt att skydda uppfinnarens rättigheter. Även om det på obligationsmarknaden handlar om kanske ett fåtal timmar och i patentsammanhang om decennier, är det i grunden samma slags avvägning som måste göras. Följaktligen måste lagstiftaren – på samma sätt som marknadsaktörerna redan gjort – inse att utan rätt att skydda viss information kan ingen vara marknadsgarant.

Hårdare krav på genomlysning före avslut skulle kunna få likartade om än inte lika drastiska effekter. Om exempelvis återförsäljarna tvingas ställa bindande priser på stora volymer, ökar risken med att vara återförsäljare. De kommer därmed att behöva binda upp mer kapital och detta kapital måste ges avkastning. I något led kommer merkostnaden att övervältras på investerare (och emittenter).

Full genomlysning är således omöjligt att förena med marknadsgarantier. Det betyder i sin tur att investerarna inte heller har intresse av full genomlysning. De är beredda att låta marknadsgaranterna dölja sina positioner och lämna endast indikativ prisinformation i utbyte mot att de får den likviditet och det djup som de efterfrågar. Det betyder också att övergång till orderdriven börshandel med mäklare som motparter inte ligger i investerarnas intresse. Börshandel skulle inte erbjuda alls samma möjligheter att handla stora poster med små kurseffekter.

Lika litet som det är möjligt att avgöra vad som utgör en optimal tid för patentskydd kan någon säga exakt hur mycket genomlysning som vore mest ändamålsenlig. Mot bakgrund av de goda betyg som marknaderna för nominella statsobligationer och statsskuldväxlar får bedömer Riksgälden dock att även genomlysningen – både före och efter handel – är tillfredsställande.

Realobligationsmarknaden uppfattas som mindre genomlyst. Samtidigt är den mindre likvid och mindre djup. Noterbart är också att det förekommer att återförsäljare agerar som mäklare snarare än som marknadsgaranter, dvs. de tar inte en större position i egen bok utan genomför affären först när de hittat en slutinvestor med motstående intresse. Detta indikerar att marknaden är minst så genomlyst som återförsäljarna att bereda att leva med.

Sammantaget bedömer vi således att det inte finns något marknadsmisslyckande i hanteringen av genomlysningen av statspappershandeln. Ansvar för att utveckla genomlysningen bör, liksom hittills, ligga på marknadsaktörerna, inte på tillsynsmyndigheter.

Fråga 4

Provision/marknadsvård.

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

Av uppenbara skäl anser Riksgälden att detta är ett ändamålsenligt system. Emittenter får på ett eller annat sätt betala för de tjänster som är kopplade till att ta upp lån. I den mån distributionssystemet är ineffektivt dyker merkostnaden upp i emissionsräntan genom att slutinvesterarna ställer högre avkastningskrav. Återförsäljarna utgör vår säljorganisation med uppgift att upprätthålla en marknad för statspapper, utveckla marknaden och bygga upp investerarbasen. Vi köper de facto tjänster, för staten viktiga sådana, av våra återförsäljare. Det är därmed naturligt att vi betalar för dessa tjänster.

För att åtagandet att vara återförsäljare ska vara intressant krävs en förväntad vinst som uppfyller ett visst avkastningskrav på det kapital som måste bindas i verksamheten. Provisionerna är små och utgör av allt att döma en begränsad del av de skäl företagen i fråga har för att vara återförsäljare. Som vi framhåller ovan är beslutet att vara återförsäljare i många fall styrt av affärsstrategiska överväganden.

Riksgälden bedömer att återförsäljaravtalen ger oss en långsiktig affärsrelation med återförsäljarna. Den kundrelationen, som vi befäster med provisionssystemet, gör det möjligt att ställa tydliga krav och värdera återförsäljarnas prestationer. Vi försöker vidare, så långt det är möjligt, att utforma provisionerna så att ersättningarna ger incitament att tillhandahålla just de tjänster vi värdesätter och att bistå oss med att utveckla marknaden.

Till fördelarna med vårt provisionssystem hör att det är öppet och transparent utformat. Vi kan redovisa hur mycket vi betalar i provisioner och för vad. På andra håll, där skuldkontoren inte betalar provisioner kopplade till aktiviteten i auktioner och andrahandshandel, förekommer extratilldelningar vid auktioner som har ett svårsmätbart optionsvärde. Vissa skuldkontor använder dessutom deltagande i auktioner som kriterium för att välja ledarbanker för syndikerade lån. Provisionerna i dessa är så attraktiva att återförsäljarna i vissa fall är beredda att lägga in icke marknadsmässiga bud i auktionerna. På nytt är det uppenbart att staten betalar något för återförsäljarnas tjänster, men det är oklart hur mycket och på vilken grund.

Även Riksgäldens återförsäljaravtal innehåller element som är svåra att värdera i pengar, t.ex. ensamrätt att lägga bud i auktioner och tillgång till vissa marknadsvårdande faciliteter (se vidare nedan), respektive åtaganden att ställa priser i andrahandshandeln. Att exakt balansera fördelar, inklusive provisioner, och åtaganden är inte enkelt, men det är väsentligt att se till helheten.

b. Vad anser ni om Riksgäldskontorets marknadsvårdande faciliteter?

Riksgälden har ett åtagande gentemot återförsäljare att bl.a. göra repor mot en på förhand fastställd avgift (prispåslag). Åtagandet syftar till att minska risken för att marknadsgaranterna vid plötsliga bristsituationer ska tvingas köpa eller sälja ett visst statspapper till ett pris som kraftigt skiljer sig från marknadspriset på likartade papper. Genom att de alltid har möjlighet att via repor låna statspapper från Riksgälden är återförsäljarna beredda att handla obligationer i större volymer och till snävare skillnader mellan köp- och säljräntor än eljest. Våra repor stödjer således likviditeten och minskar risken för omotiverade svängningar i de räntor olika löptider handlas till. Av våra enkätundersökningar framgår att återförsäljarna lägger stor vikt vid våra repofaciliteter. Vi bedömer att de är en viktig del av den infrastruktur som upprätthåller god likviditet.

Riksgäldens repofaciliteter är en anledning till att den svenska statspappersmarknaden sällan eller aldrig drabbas av extrema bristsituationer där priset på en viss obligation avviker markant från vad som vore skäligt med tanke på priserna på övriga obligationer. En sådan s.k. squeeze är uttryck för en utpressningssituation där vissa aktörer tvingas betala överpriser för ett visst papper. Även bortsett från de kostnader som detta betyder för den enskilde aktören (och hur risken för att bli utsatt för en squeeze påverkar prishandlingen) betyder det att marknadens förmåga att ge relevant prisinformation undermineras.

I sista hand kan en squeeze leda till att en aktör inte förmår leverera det värdepapper som han förbundit sig att sälja. Det kan leda till störningar i flera led. Genom att se till att det alltid finns statspapper att tillgå minskar Riksgäldens repofaciliteter settlementriskerna i den svenska statspappershandeln, vilket vi tolkar som ett bidrag till en väl fungerande värdepappersmarknad. Den flitiga användningen av våra relativt dyra repofaciliteter indikerar om något att stora privata investerare är tröga att använda sina innehav för repoändamål. I så måtto kan det sägas att Riksgälden motverkar effekterna av brister i den reguljära repomarknaden.

I flertalet OECD-länder har skuldkontoren olika former av värdepappersutlåning med motsvarande syfte. Att den svenska räntemarknaden, inklusive marknaderna för räntederivat, är relativt liten gör det, enligt vår bedömning, extra viktigt att ha effektiva mekanismer för värdepapperslån. Även svenska emittenter av bostadsobligationer har repoåtaganden i avtal med sina marknadsgaranter och av i grunden samma skäl. Detta indikerar att Riksgäldens agerande är marknadskonformt.

Riksgälden ser det således som sin roll att vara ”repo provider of last resort” i våra egna papper. Genom att ta ut en marginal till den reguljära reporäntan säkerställer vi att en återförsäljare vänder sig till oss först när andra

möjligheter uttömts. Att varje transaktion därigenom görs till villkor som direkt sänker kostnaderna för statsskulden är från vårt perspektiv bara ett ytterligare argument.

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

Av skäl som framgår ovan bedömer vi att marknadsvård, både generellt och i den del det gäller repofaciliteter, och provisioner av det slag som Riksgälden betalar bidrar till att statspappersmarknaden fungerar bättre och att det i sin tur ger staten lägre lånekostnader. De ingår därmed bland de medel vi använder för att fullgöra vårt uppdrag att minimera kostnaderna för statsskulden. Vi uppfattar dem dessutom som i alla avseenden marknadsmässiga.

Därav följer inte att de är ”nödvändiga”. I bokstavlig mening är det inte nödvändigt att det alls sker andrahandshandel med statsobligationer. Vi har emellertid svårt att förstå varför promemorian med sin fråga antyder att bara ”nödvändiga” åtgärder från Riksgäldens sida skulle vara motiverade.

Fråga 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?

Riksgälden har begränsad inblick i hur det som promemorian rubricerar som intressekonflikter uppstår hanteras, eftersom vi själva inte deltar i andrahandsmarknaden. Vi bedömer dock att marknadsaktörerna har goda förutsättningar att hantera dessa frågor. Med hänvisning till de utgångspunkter vi redovisade inledningsvis vill vi betona betydelsen av obligationsmarknaden befolkas av professionella aktörer som befinner sig i långsiktiga relationer. En marknadsgarant som exempelvis låter sina egna omplaceringsbehov, snarare än opartisk analys, styra vilka köp- och säljrekommendationer de ger till kunderna riskerar att tappa marknadsandelar.

Fråga 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?

Som vi har berört ovan anser Riksgälden att börshandel av statspapper (med eller utan MiFID-regler) förutsätter en annan investerarsammansättning och

andra handelsmönster än de som nu kännetecknar statspappersmarknaden. Frågan vad som skulle krävas för övergång till börshandel är därför så omfattande – och kontrafaktisk – att vi inte bedömer det som meningsfullt att gå in på den. Av samma skäl är det svårt att finna annat än negativa effekter av en övergång som inte åtföljs av dessa fundamentala strukturförändringar.

Riksgälden vill även framhålla att vi inte finner anledning att se orderdriven börshandel som en i någon allmän mening överlägsen marknadsform. Det finns således inget självändamål i att införa regler som främjar eller – än värre – framtvingar övergång till börshandel av den typ som präglar aktiemarknaden. Tvärtom uppvisar aktiemarknaden flera märkliga drag. Ett av dessa är att den blandar grosshandel mellan professionella aktörer med icke-professionella investerares små transaktioner. Dessutom är strävan, i synnerhet enligt MiFID, att alla ska handla på likartade villkor. Det är en ambition som i stort sett saknar motsvarighet i andra marknader, såväl finansiella som icke-finansiella. Bevisbördan måste därför anses ligga på den som förespråkar anpassning till aktiemarknadens struktur.

Dessa skillnader är ett avgörande skäl för att känna misstro mot att MiFID-regler för obligationshandel ska leda till ett gott slutresultat. Småsparare som via sin bank köper räntepapper bör erbjudas god information och ansvarsfylld rådgivning i enlighet med de regler som finns för investerarskydd. Men det finns ingen anledning att försöka lägga om handelsstrukturen i grosshandelsledet på räntemarknaden för att främja småsparares direktdeltagande i räntehandeln. Särskilt om det görs med de medel som anvisas av MiFID riskerar det att allvarligt försämra räntehandeln effektivitet och dess möjligheter att fullgöra sina samhällsekonomiskt viktiga funktioner.

Fråga 7

Central motpartsclearing

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

Central motpartsclearing minskar de enskilda deltagarnas kreditrisker genom att flytta över kreditrisken på clearinghuset. I den mån denna har bättre förutsättningar att bära eller hantera motpartsriskerna och kostnaderna i övrigt inte är högre bör det leda till lägre kostnader för handeln. Allt annat lika gör det att fler investerare kan uppfylla tillträdeskraven. Mot dessa fördelar måste vägas att följderna blir mer allvarliga om clearinghuset trots allt skulle hamna i finansiella svårigheter.

Riksgälden har inte förutsättningar att bedöma de praktiska och finansiella förutsättningarna för att starta central motpartsclearing av svenska statspapper.

Fråga 8

Övriga synpunkter på marknadens funktionssätt, struktur, tillgänglighet etc.

Inga.

Fråga 9

Hur ser ni på FI:s engagemang och närvaro i räntemarknaden generellt? Hur aktiv bör FI vara i sin tillsyn av räntemarknaden?

Finansinspektionen bör vara så aktiv som dess uppdrag berättigar. På inspektionens nätplats står: "Vårt uppdrag från allmänheten - riksdag och regering - är att bidra till att det finansiella systemet fungerar effektivt och uppfyller kravet på stabilitet. Vi ska också verka för ett gott konsumentskydd i finanssektorn."

Av inspektionens promemoria framgår att det inte finns några nämnvärda stabilitetsrisker kopplade till statspappersmarknaden. Vi instämmer i den bedömning. I och med att statspappershandeln är en ren grosshandelsmarknad finns det inte heller några egentliga konsumentskyddsintressen kopplade till hur statspappersmarknaden är organiserad.

Följaktligen anser vi att inspektionen bör fokusera på effektivitetsmålet. Som framgått av våra svar ovan bedömer vi att den svenska statspappersmarknaden är rimligt effektiv. De brister som finns kan i liten utsträckning motverkas av nya näringsrättsliga regler. Tvärtom bedömer vi att effektiviteten i statspappersmarknaden allvarligt skulle försämrats om MiFID-baserade genomlysningregler skulle tillämpas. Följaktligen bör Finansinspektionen i den kommande diskussionen om MiFID:s tillämpningsområde verka för att statspappersmarknaden hålls utanför.

I detta ärende har riksgäldsdirektören Bo Lundgren beslutat, efter föredragning av chefsekonomen Lars Hörngren. I den slutliga handläggningen har även avdelningschefen Charlotte Lundberg, upplåningschefen Thomas Olofsson och chefsjuristen Charlotte Rydin deltagit.

Bo Lundgren

Lars Hörngren