

# FINANSMARKNADENS REFERENSRÄNTOR – SÄRSKILT OM STIBOR

Dan Hanqvist<sup>1</sup>

*Efter den stora finanskrisen har flera missförhållanden uppdagats vad gäller beräkningen av olika referensräntor på finansmarknaden. Detta har lett till att myndigheter och marknadsaktörer har ägnat olika sådana "benchmarks" ett förnyat intresse. Olika initiativ för att bättre reglera benchmarks har tagits, av såväl marknadsaktörer som nationella, europeiska och internationella myndigheter. Artikeln diskuterar finansiella benchmarks i allmänhet och det nya ramverket för den svenska referensräntan STIBOR i synnerhet. Ramverket antogs i december 2012, publicerades i januari 2013 och trädde i kraft den 4 mars 2013.*

## I. INLEDNING

En av de många följderna av den stora finanskrisen under det tjugoförsta århundradets andra decennium<sup>2</sup> är att myndigheter – nationellt, inom EU och internationellt – har kommit att intressera sig för hur olika referensräntor, index och andra så kallade "benchmarks" egentligen beräknas och hur pålitliga de är. Uttrycken "index" eller "benchmarks" används här i princip synonymt. Också marknadsaktörerna själva har i flera fall reagerat. Ett antal olika initiativ har härvidlag tagits. Vissa har föranletts av – eventuellt kriminella – manipulationer av vissa referensräntor; men också avseende benchmarks för vilka inga misstankar har framkommit har nya initiativ tagits.

Den här artikeln diskuterar regleringen av finansiella benchmarks – i synnerhet den svenska referensräntan STIBOR. Inledningsvis diskuteras vad "ränta" närmare bestämt kan anses vara för någonting (avsnitt 2). Referensräntor och andra finansiella benchmarks i allmänhet diskuteras sedan (avsnitt 3). Därefter behandlas STIBOR (avsnitt 4) och den nya reglering av STIBOR som tagits fram av marknadsaktörerna som ett svar på den kritik som har framförts – bl a av Riksbanken – mot den tidigare ordningen (avsnitt 5). Sist ges en sammanfattande avslutning (avsnitt 6).

<sup>1</sup> Advokat, fil kand, LLM (Edin), Finance & Regulatory Counsel, Roschier, Stockholm. – De åsikter som framförs i artikeln är mina egna och ska inte nödvändigtvis tillskrivas min arbetsgivare. – Förkortade titlar anges med författarnamn och, inom parentes, årtal för publicering; vid flera verk av samme författare samma år särskiljs verken med liten bokstav, såsom t ex "Riksbanken (2012a)". – Författaren vill tacka JP:s redaktörer och den anonyme fackgranskaren för träffande och värdefulla kommentarer.

<sup>2</sup> Jag har tidigare diskuterat finanskrisen och dess orsaker och effekter i "Den offentligtgräntliga reaktionen på finanskrisen (I): Problemformulering och orsaker", FT 2011 s 57.

## 2. VAD ÄR RÄNTA?

Räntan är en uråldrig företeelse – den är äldre än myntslagningen – och har varit en viktig faktor i alla ekonomiska system.<sup>3</sup> Det sägs ibland att räntan är ett särskilt kännetecken för *monetära* skyldigheter;<sup>4</sup> det är emellertid troligare att ränta har utkrävts för försträckningar av *vilken fungibel egendom som helst*,<sup>5</sup> oavsett om föreställningen av abstrakta monetära skyldigheter redan har uppkommit. Betydelsen av förhållandet mellan borgenär och gäldenär har inte förlorat i betydelse i moderna ekonomier: förhållandet har beskrivits som den grundläggande relationen i den kapitalistiska ekonomin<sup>6</sup> och det moderna finansiella systemets ”atom”.<sup>7</sup> I den moderna västerländska ekonomin är därför olika slags räntor ofta grundläggande för olika slags ekonomiska kalkyler och regleringar. Meningarna om vad ”ränta” är går dock isär. En definition av (nominell snarare än real-) ränta är att det rör sig om ”[d]et belopp en långivare erhåller utöver det utlånade beloppet, mätt som en andel av det utlånade beloppet. Räntan uttrycks som ett relativt tal eller ett procenttal”.<sup>8</sup> En mer djupgående tanke är att räntan utgörs av skillnaden mellan det uppfattade värdet av en nytthet idag jämfört med samma (eller en likvärdig) nytthet i framtiden, uttryckt som ett monetärt värde<sup>9</sup> (monetärt bestämda tillgångars tidsvärde). Eftersom vi i allmänhet uppskattar en nytthet idag högre än imorgon (helst väntar vi inte med att ta del av nytthetens avkastning) är räntan positiv – vi vill ha kompensation för att vänta. Om vi däremot skulle uppskatta nyttheten mer i framtiden blir räntan negativ.

Trots att det är gott om författningar som hänvisar till ”ränta”<sup>10</sup> är det ont om definitioner av ”ränta” i lagstiftningen; någon allmängiltig definition finns inte

3 Se S Homer & R Sylla, *A History of Interest Rates* 4u (2005) s 17. Olika rättsordningar har historiskt ställt sig kritiska till ”ränta” (t ex medeltida kanonisk rätt och ännu sharia). I ekonomisk mening – det är främst detta perspektiv som diskuteras i avsnitt 2 – har dock räntan spelat en viktig roll också i system där räntan formellt har behövts utformas på visst sätt för att inte strida mot rättsordningen. Räntan kan således ges olika rättslig dräkt.

4 Ch Proctor, *Mann on the Legal Aspects of Money* 6u (2005) § 3.07.

5 Jfr Homer & Sylla (2005) s 17.

6 Se G Ingham, *The Nature of Money* (2004) s 150.

7 Se M Amato, *Le redici di una fede. Per una storia del rapporto fra moneta e credito in Occidente* (2008) s 2.

8 Se I K Fregert & L Jonung, *Makroekonomi. Teori, politik & institutioner* 3u (2010) s 109.

9 Se I Fisher, *The Rate of Interest* (1907) s 3 (”the rate of interest in any community is an index of the preference in that community, for a dollar of present over a dollar of future income”), L von Mises, *Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens* (1940) s 474 och *Human Action* (2007) s 524 och C Bergström & P Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem* 4u (2012) s 55 (”Framtida kassaflöden är mindre värda än dagens kassaflöden och ska därför diskonteras med en diskonteringsränta som avspeglar såväl tid som osäkerhet i kassaflödena”).

10 En sökning i Rixlex gav 818 träffar. Därtill kommer andra författningar, såsom Finansinspektionens och Riksbankens olika föreskrifter och allmänna råd.

– inte ens i räntelagen (1975:635). Direktivet om sena betalningar<sup>11</sup> innehåller heller ingen definition av ”ränta” (även om ordet och avledningar därav används flitigt i direktivets bestämmelser). Ledning till vad som avses med ”ränta” får därför sökas på annat håll. Skattelagstiftningen innehåller inte heller någon definition av ”ränta”,<sup>12</sup> men Skatteverket har tagit ställning till vad ”ränta” enligt verkets uppfattning betyder: ”Med ränta avses kostnad för en kredit, d v s det belopp låntagaren betalar till långivaren utöver kapitalbeloppet som ersättning för att han får låna pengar. Det saknar betydelse om ersättningen betecknats som ränta eller annat”.<sup>13</sup> Motsvarande grundläggande synsätt kan sägas prägla konsumentkreditlagstiftningen. ”Kreditränta” definieras som ”räntekostnaden per för den vid varje tid obetalda delen av skulden angiven som en ränta”<sup>14</sup> – utan dock att ”ränta” här definieras. I samma lagrum definierades ”kreditkostnad” som ”det sammanlagda beloppet av de räntor, tillägg och andra kostnader som konsumenten skall betala för krediten”, vilket skulle kunna tas för en god definition av ”ränta”. Lagrummet definierar ”effektiv ränta” som ”kreditkostnaden angiven som en årlig ränta beräknad på kreditbeloppet”. ”Effektiv ränta” i lagens mening kan betraktas som en definition av ”ränta” i allmän mening. Högsta domstolen har beträffande konsumentförhållanden sagt att ”[d]en effektiva räntan, beräknad enligt konsumentkreditlagens bestämmelser, [...] [ger] uttryck för samtliga kostnader för en kredit angivna som en på visst sätt beräknad årsränta. Den ger därmed möjlighet att direkt jämföra de totala kostnaderna för en kredit oavsett om dessa uttryckts som ränta eller andra kreditkostnader”.<sup>15</sup> Med ränta avses således normalt all avkastning på en fordran (ur borgenärens synvinkel) som betalas av gäldenären eller (såsom är fallet enligt lag vad gäller konsumentkrediter) den totala kostnaden för gäldenären för en kredit (ur gäldenärens synvinkel).

Räntan är i själva verket ett komplext fenomen som analytiskt kan delas upp i flera beståndsdelar<sup>16</sup> som kan beskrivas på olika sätt. Ett sådant sätt är att dela upp den nominella räntan i (I) den riskfria räntan (motsvarande t ex räntan på statspapper) och (II) en riskpremie avseende kreditrisk, inflationsrisk, likviditetsrisk mm.<sup>17</sup> Regeringsrätten (nuvarande Högsta förvaltningsdomstolen) har sagt att följande synpunkter ska beaktas vid bestämmande av ränta på lån i

11 Europaparlamentets och Rådets Direktiv 2011/7/EU av den 16 februari 2011 om bekämpande av sena betalningar vid handelstransaktioner.

12 Se U Tivéus, *Skatt på kapital* 13u (2010) s 92.

13 Se *Handledning för beskattning av inkomst vid 2012 års taxering* (2012) s 927.

14 Se 2 § konsumentkreditlagen (2010:1846).

15 Se NJA 1995 s 430.

16 Se P Hördahl & O Tristani, ”Inflation risk premia in the term structure of interest rates”, *ECB Working Paper Series* No 734 (2007).

17 Se P S Rose & S C Hudgins, *Bank Management & Financial Services* 8u (2010) s 214.

bank:<sup>18</sup> Vid fastställandet av ränta ska hänsyn tas till de kostnader av olika slag som är förbundna med drivande av bankrörelse (och som alltså inte kopplas till kostnaden för en viss individuell kredit) och till att räntan bör ge en skälig förräntning av det i rörelsen nedlagda kapitalet. Räntan består bl a av olika delar som kan beskrivas på en rad olika sätt. En modell är den följande, som delar in räntan i olika block som:

- (a)** täcker bankens kostnader, vilket sker genom: ( $a_1$ ) "grundräntan" – som utgör en del av den totala räntan som avses täcka bankens kostnader för bankrörelsen i allmänhet (snarare än kostnaden för den individuella krediten) –; ( $a_2$ ) andra delar av räntan (som kan täcka t ex kostnaden för det kapital banken är skyldig att avsätta avseende krediten enligt kapitaltäckningsreglerna); och ( $a_3$ ) bankens egna upplåningsskostnader;
- (b)** utgör en riskpremie för ( $b_1$ ) kreditrisken (banken står risken för att låntagaren inte förmår betala tillbaka lånet) respektive ( $b_2$ ) inflationsrisken;
- (c)** motsvarar bankens likviditetspremie (banken ger upp likviditet till låntagaren); respektive
- (d)** utgör bankens vinst (banker förväntas drivas enligt normala affärsmässiga principer).

Blocken (a)–(c) kan sägas vara rent kompensatoriska avseende relevanta delar av bankens kostnad för krediten<sup>19</sup> medan bankens vinst kan härledas ur block (d). Strukturen på bankens avtalade ränta kan således schematiskt framställas enligt *Tabell 1*.

---

18 Se RÅ 1984 I:94, med hänvisning till prop 1949:201 s 25. Fallet gällde pantbanker men kan ges vidare relevans inom ramen för en diskussion om ränta.

19 Kompensatoriska avseende kostnaderna för kreditens normala hantering, vill säga. En annan sak är att dröjsmålsränta kan tillkomma som sk "vederlagsersättning", där dröjsmålsränta torde vara den *normala* påföljden vid dröjsmål med betalning i pengar (se K Rodhe, *Obligationsrätt* (1956) s 573). Även om svensk rätt torde ställa sig rätt kallsinnig mot en allmän princip om ersättning p g a obehörig vinst (se J Hellner, *Om obehörig vinst* (1950)) kan dröjsmålsräntan ses som just ett utslag av denna princip. (Jag har inte lyckats hitta någon diskussion hos Hellner om dröjsmålsräntan i detta avseende.)

Tabell 1: Bankräntans struktur	
(d) vinst	Total ränta
(c) likviditetspremie	
(b2) riskpremie inflationsrisk	
(b1) riskpremie kreditrisk	
(a3) upplåningskostnad	
(a2) övrig kostnadstäckning	
(a1) grundränta	

Ett kännetecken för ränta har ansetts vara att den är *känd i förväg*. I skattesammanhang har man i fråga om avkastningen på en fordran i regel skilt mellan "ränta" och "kapitalvinst" (reavinst).<sup>20</sup> Därvid har till "kapitalvinst" hänförs sådan avkastning som inte beror på eller kan beräknas på grundval av låneavtalet, och till "ränta" följaktligen annan avkastning. Skillnaden skulle kunna uttryckas som att "kapitalvinst" betecknar *oförutsedd* värdestegring, medan "ränta" skulle beteckna förutsedd värdestegring eller ersättning.<sup>21</sup> Hela räntan eller delar därav behöver emellertid inte betalas vid olika tidpunkter under kreditens löptid utan kan betalas i förskott.<sup>22</sup> Även ränteskillnadsersättning för uteblivna kommande ränteintäkter (ett slags förtida räntebetalning) betraktas som ränta.<sup>23</sup> Som ränta räknas även viss betalning som kan betraktas som en avgift för att få disponera beviljad kredit.<sup>24</sup> I större lån kan det förekomma ett rätt stort antal olika avgifter utöver det som betecknas som ränta, såsom avgifter för agenter vid syndikerade<sup>25</sup> lån eller avgifter för ännu outnyttjad del

20 Frågeställningen har numera blivit föremål för en omfattande monografi: se M Dahlberg, *Ränta eller kapitalvinst* (2011). Liknande gränsdragningsfrågor aktualiseras inom skatterätten vad gäller förhållandet mellan "ränta" och "kursvinst" beträffande tillgångar i utländsk valuta: se P Thorell, *Beskattnings av utländsk valuta* (1988).

21 Se RÅ 1997:44; prop 1989/90:110 s 459; och SOU 1997:27 s 106 ff.

22 Se RÅ 1999:14: om räntan begränsas genom ett avtal om räntegaranti (*cap*), betraktas premien som tas ut för garantin som förskottsränta.

23 Se 42 kap 7 § inkomstskattelagen (1999:1229).

24 Se RÅ 1970 Fi 6.1 RÅ 1984 I:37 vägrades avdragsrätt såsom för ränta för bankgarantiavgift, men detta skedde med hänvisning till praxis (se RÅ 1976:87) med innebörd att avgifter som betalas till *annan än långgivaren* inte räknas som gäldränta.

25 "Syndikerade" lån är lån som lämnas av flera banker gemensamt. Varje bank får ett direkt fordringsförhållande gentemot låntagaren men företräds vanligen (mer eller mindre exklusivt) av en eller flera agenter; agenterna är oftast också själva långgivare. Förhållandena mellan långgivarna inbördes, mellan långgivarna och låntagaren och mellan långgivarna, låntagaren och agenterna regleras genom olika avtal, vanligen ett stort låneavtal, ett "inter-creditor" avtal mellan långgivarna inbördes och ibland ett agentavtal, även om agentbestämmelserna ofta istället återfinns i låneavtalet respek-

av lånelöftet (och som banken ändå behöver kapitaltäckta). Avgifterna uttrycks ofta på samma sätt som räntan i övrigt, som en procentsats beräknad på kapitalbeloppet.<sup>26</sup> Ska kostnaden för krediter beräknas är det viktigt att man – i likhet med vad som krävs för konsumentkrediter enligt konsumentkreditlagen (2010:1846) – tar hänsyn inte bara till ”räntan” utan också till (de ibland betydande) ”avgifterna”. Så sker inte alltid i t ex ekonomisk statistik och forskning,<sup>27</sup> vilket gör att sådana siffror om kreditkostnader bör behandlas med ett visst mått av källkritik. Belopp som betecknats som ”avgift” betraktas alltså lämpligen som ränta<sup>28</sup> – i alla fall skatterettsligt. Det förefaller som om konsumentkreditlagen däremot – åtminstone enligt praxis – har en ytterst formell syn på ränta: en kreditkostnad som anges som en procentsats beräknad på kapitalbeloppet men som betecknas ”avgift” är förbjuden enligt lagens 18 § trots att ”avgiften” räknas med i den ”effektiva räntan” enligt lagens bestämmelser i övrigt;<sup>29</sup> förmodligen vore den dock tillåten om den istället betecknades ”ränta”.

Gränsdragningen mellan ”ränta” och ”avgift” kommer också i ett nytt ljus i samband med de förändringar i räntelagen som följer av Direktivet om sena betalningar. Med tanke på att borgenärens rätt till dröjsmålsränta i vissa fall görs tvingande mellan näringsidkare och mellan näringsidkare och myndigheter,<sup>30</sup> blir frågan om vad som är dröjsmålsränta och eventuella straffavgifter (såsom avtalsvite<sup>31</sup>) viktigare. Räntelagens bestämmelser gäller i allmänhet för alla fordringar ”inom förmögenhetsrättens område”,<sup>32</sup> men de nya reglerna om tvingade bestämmelser har begränsats till fordringar som avser betalning för en vara eller en tjänst<sup>33</sup> – och med ”vara” avses ett ”fysiskt rörligt föremål”.<sup>34</sup> Det spelar emellertid ingen roll om betalningen följer av avtal om köp, hyra eller

tive avtalet mellan långivarna. Syndikerade lån diskuteras i Proctor (2010) kap 21.

26 Avgiftsstrukturen i syndikerade lån diskuteras i Y Altunbras, B Gadanez & A Kara, *Syndicated Loans* (2006) s 8 ff. Författarna gör en distinktion mellan ”seniora” och ”juniora” långivare utifrån hur aktiva de är i att ordna syndikerade krediter. Denna terminologi avviker från den annars gängse enligt vilken ”seniora” respektive ”juniora” kreditgivare intar olika positioner i förmånsrättsordningen.

27 Se Altunbras, Gadanez & Kara (2006) s 38 f.

28 Se RÅ 1984 I:94 om sk pantlåneavgift. I andra jurisdiktioner kan beteckningen ”avgift” respektive ”ränta” ha olika skattemässiga effekter (se Altunbras, Gadanez & Kara (2006) s 10).

29 Se MD 2009:13.

30 Se 4 § räntelagen i dess lydelse från den 16 mars 2013. – På samma tema föreslås i en regeringspromemoria (”Tvingande regler om betalningstider i näringslivet”; odaterad) tvingande regler om att, fr o m den 1 januari 2014, en fordran vid handelstransaktioner mellan näringsidkare ska betalas senast trettio dagar efter det att borgenären framställt krav på betalning.

31 Avtalsviten har nyligen diskuterats av L Gorton & P Samuelsson i uppsatsen ”Kontraktuella viten” i *Festskrift till Ingemar Ståhl* (2005) (omtryckt i L Gorton, *Handelsrättsliga variationer* (2009)).

32 Se 1 § räntelagen.

33 Se 2 a, 2 b, 4 a §§ räntelagen.

34 Se prop 2012/13:36 s 36 och prop 1989/90:89 s 59.

leasing.<sup>35</sup> Det förefaller därför som om betalningar enligt avtal om *finansiell* leasing och avslut avseende *fysiska* värdepapper<sup>36</sup> skulle omfattas av de nya reglerna. Vad gäller *dematerialiserade* värdepapper – som är den på de finansiella marknaderna vanligaste typen – förefaller saken mindre klar. Även om sådana värdepapper är ”saker” i rättslig mening är de inte *fysiska* saker;<sup>37</sup> det är därför inte självklart att regler som har utformats för fysiska saker också ska gälla dematerialiserade ”saker”.<sup>38</sup>

Den skatterättsliga diskussionen om ”kapitalvinst” visar på att *avkastningen för borgenären inte direkt är det samma som gäldenärens kreditkostnad*. Borgenärens avkastning består av vad hon kan få genom att sälja sin fordran. Enligt de principer som används för att värdera vilka tillgångar som helst<sup>39</sup> utgörs värdet av denna fordran av värdet idag av de framtida betalningarna (amorteringar och ränta) av skulden. Eftersom alla skulder är förknippade med kreditrisk – och kreditrisken med nödvändighet tilltar med tiden eftersom tidsrymden under vilken en skuld är utestående påverkar utrymmet för att något inträffar som inverkar på gäldenärens förmåga att göra rätt för sig – ökar värdet av betalningarna ju närmare betalningstillfället man kommer (allting lika); och omvänt sjunker värdet på betalningarna ju längre fram i tiden de ligger;<sup>40</sup> på samma sätt minskar ovissheten kring värdet av de framtida betalningarna ju närmare betalningstillfället man kommer.<sup>41</sup> Av denna anledning handlas sk nollkupongsobligationer – obligationer som löper utan räntebetalningar – alltid till ett pris som understiger det nominella värdet: räntan framträder här som ett prisavdrag som motsvarar skillnaden mellan nuvärdet av den framtida betalningen och dess nominella värde.<sup>42</sup>

35 Se prop 2012/13:36 s 36.

36 Av gammalt har i svensk rätt värdepapper omfattats av den allmänna köprätten (se T Almén & R Eklund, *Om köp och byte av lös egendom* 4u (1960) s 579; se också J Ramberg (med J Herre), *Köplagen* (1995) s 136 f och, för motsvarande position i norsk rätt, J E Bergem, B E Know & S Rognlien, *Kjøpsloven 1988 og FN-konvensjonen 1980 om internasjonale løserekjøp* 3u (2008) s 55). Se också distans- och hemförsäljningslagen (2005:59), som gäller för distansavtal om finansiella tjänster och finansiella instrument (se lagens 1 kap 1 § och 3 kap). Varken internationella köplagen (1990:931) (se J Ramberg & J Herre, *Internationella köplagen (CISG). En kommentar* 3u (2009) s 73) eller konsumentköplagen (1990:932) (se J Herre, *Konsumentköplagen. En kommentar* 3u (2009) s 59) gäller däremot för köp av värdepapper.

37 Jfr Ch Gavalda & J Stoufflet, *Instruments de paiement et de crédit* 5u (2003) s 13.

38 Se K Wallin-Norman, *Kontorätt* (2009) kap 5. Se också J Benjamin, *Interests in Securities* (2000), J S Rogers, *The End of Negotiable Instruments* (2011) och E Micheler, *Wertpapierrecht zwischen Schuld- und Sachenrecht* (2004) och *Property in Securities. A Comparative Study* (2007).

39 Se F S Mishkin & S G Eakins, *Financial Markets and Institutions* 6u (2009) s 252, T Koller, M Goedhart & D Wessels, *Valuation* 5u (2010) och Bergström & Samuelsson (2012) s 55 (”Värdet på det egna kapitalet är summan av alla framtida kassaflöden som aktieägarna kan erhålla från sin investering”).

40 Se Rose & Hudgins (2010) s 215.

41 Se F J Fabozzi & S V Mann (red), *Securities Finance* (2005) s 129.

42 Strängt taget kan kupongsobligationer analyseras och värderas som en portfölj av



Denna principiella skillnad mellan *ränta* (som är känd i förväg) och *avkastning* (som är okänd i förväg) innebär emellertid inte att ränta och avkastning saknar samband. Ju högre nuvärdet av de framtida betalningarna är desto lägre ränta behöver en gäldenär som lånar pengar idag betala (desto mer kompenseras borgenären av det högre framtida värdet av betalningarna). Tror borgenären att räntorna i framtiden kommer att sjunka, ökar värdet för henne av en skuld som tas upp till dagens räntor (lånar hon ut pengarna i framtiden får hon lägre ränta) och gäldenären behöver betala mindre för att förmå henne att låna ut pengarna. Tror borgenären däremot att räntorna i framtiden kommer att stiga, minskar nuvärdet av de framtida betalningarna av en skuld som tas upp till dagens räntor (borgenären tjänar mer på att låna ut pengarna i framtiden). Därför kommer gäldenären att behöva betala mer i ränta för att förmå borgenären att låna ut pengarna. Vid (förväntad) *inflation* utgår borgenären ifrån att penningvärdet sjunker i framtiden vilket minskar värdet av framtida betalningar; vilket leder till högre räntor idag. Vid (förväntad) *deflation* ökar värdet av framtida betalningar; vilket leder till lägre räntor idag. *Räntor och priset på skulder rör sig alltså alltid åt motsatta håll*<sup>43</sup> (de har en korrelation som tenderar till -1). På så sätt påverkas de räntor gäldenären behöver betala idag av värdet av en skuld som uppkommer idag.

Räntorna spelar emellertid en viktig roll också för värderingen av andra tillgångar än vad som normalt betraktas som skuld, t ex aktier. Strängt taget kan aktier betraktas som ett slags skuld – en djupt efterställd skuld (eget kapital redovisas på passivsidan).<sup>44</sup> Det finns inget självklart sätt att dra en gräns i det continuum som utgörs av säkerställda lån, lån utan säkerhet, efterställda lån, vinstandelslån, kapitalandelslån, preferensaktier och stamaktier; gränsen dras konventionellt och dras olika i olika jurisdiktioner och för olika syften inom en och samma jurisdiktion. Den förväntade avkastningen på aktier kan beräknas som summan av den förväntade avkastningen av obligationer *plus* en lämplig riskpremie för aktier.<sup>45</sup> Beräkningsgrunden skiljer sig egentligen inte från hur

nollkupongsobligationer; se M Choudhry, *The Repo Handbook* 2u (2010) s 57, L Nyberg, SViotti & PWissén, *Penningmarknaden* (2006) s 26 och J von Hagen & J H von Stein, *Obst/Hintner Geld, bank- und börsenwesen* 40u (2000) s 304. För nuvärdesberäkningar; se Fregert & Jonung (2010) s 84, P Veronesi, *Fixed Income Securities* (2010) kap 2, F J Fabozzi, *Bond Markets, Analysis, and Strategies* 8u (2013) kap 2 och M Choudhry, *The Bond & Money Markets. Strategy, Trading, Analysis* (2003) kap 4 och 6–10.

43 Se J Berk, P DeMarzo & J Harford, *Fundamentals of Corporate Finance* (2009) s 175 och tabell 6.4 och Fregert & Jonung (2010) s 84.

44 Se härtill diskussionen i R G Schroeder, M W Clark & J M Cathey, *Financial Accounting. Theory and Analysis* 10u (2011) s 483 ff. Jfr också F Modigliani & M Miller "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48 (3) (1958) s 261 och, särskilt vad gäller den skatterättsliga bedömningen, Dahlberg (2011).

45 Se L Hässel, M Norman & Ch Andersson, *De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv* 3u (2001) s 90.



man kan beräkna priset för olika slags obligationer: den förväntade avkastningen på en viss obligation med en viss risk *plus* en riskpremie för en obligation med högre risk ger priset för denna senare obligation. Ses aktier som ett slags djupt efterställd skuld skulle efterställningen påverka kreditrisken och därmed också likviditetsrisken på i princip samma sätt (men i olika grad i relation till graden av efterställning) oavsett om det rör sig om aktier eller obligationer.

Vi kan genom att begrunda den totala avkastningen av skulderna se hur den förhållandevis abstrakta uppfattningen om räntan såsom ett mått på förväntningarna av framtida betalningar kan förenas med den mer konkreta uppfattningen i Tabell 1. Värderingen av de framtida betalningarna beror bl a på kreditrisken, inflationsrisken och det relativa värdet av skulden i förhållande till alternativa investeringar (detta senare ger vinstkravet).

### 3. REFERENSRÄNTOR OCH ANDRA FINANSIELLA BENCHMARKS

När två parter ingår ett kontrakt är naturligtvis priset viktigt<sup>46</sup> – vad gäller finansiella produkter och tjänster torde, p g a produkternas och tjänsternas abstrakta och immateriella och därmed i hög grad homogena art, priset vara en förhållandevis viktigare del av avtalet än i andra avtal där t ex en varas fysiska beskaffenhet kan stå i centrum: på de finansiella marknaderna handlar kvalitetsbedömning oftast om prissättningen i sig<sup>47</sup> medan fysiska varors fysiskt sinsemellan heterogena egenskaper kan vara viktigare i ”vanliga” avtal. Parternas förhandling kring just priset kan vara tidskrävande och kostsam. Det finns därför uppenbara vinster med att prissättningen på en rad olika marknader – men kanske främst de finansiella marknaderna och råvaru- och energi-marknaderna – sker med hjälp av en rad olika index som ”riktmärken” eller benchmarks för beräkningen av priser och värden. I princip kan man säga att ett index fungerar som en bas utifrån vilken parterna kommer överens om ett påslag som fångar de specifika förutsättningarna för ett givet kontrakt. Genom att använda ett index behöver parterna inte förhandla om basen utan endast om påslaget. Detta kan minska kostnaderna för att förhandla om finansiella kontrakt och, eftersom det blir lättare att ingå kontrakt, förbättra likviditeten på marknaden.<sup>48</sup> Benchmarks kan beräknas och offentliggöras av såväl privata

46 Inom den köprättsliga rättsvetenskapliga litteraturen har priset länge varit en central och klassisk stridsfråga. Länge diskuterades t ex huruvida priset behövde vara *verum, certum et iustum* för att ett bindande köpavtal skulle föreligga. I modern köprätt torde dock frågan ha minskat i betydelse (se Almén & Eklund (1960) s 70 f).

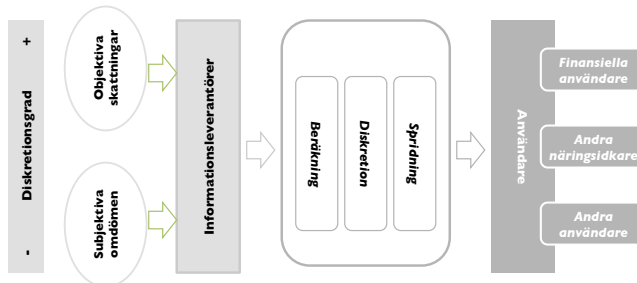
47 Jfr G Walin & J Herre, *Lagen om skuldebrev m.m. En kommentar* 3u (2011) s 75.

48 Jfr Riksbanken, *Riksbankens utredning om Stibor*, Riksbanksstudier, november 2012 s 13 (Riksbanken (2012a)). Riksbankens diskussion handlar uttryckligen endast om referensräntor men kan tillämpas – som i texten – på alla index och benchmarks.

som offentliga aktörer.<sup>49</sup> Det är detta som är det grundläggande syftet med olika slags index. Vanligt förekommande index på den svenska marknaden är aktieindex OMX Nordic 40 och NASDAQ OMX Nordic 120 som publiceras av NASDAQ OMX.<sup>50</sup> Andra index tar formen av referensräntor, som ägnas särskild uppmärksamhet i det följande.

Processen för att ta fram ett benchmark kan på en abstrakt nivå sägas vara den samma för alla olika benchmarks och kan schematiskt framställas enligt *Diagram 1*. Index uttrycks vanligen numeriskt, vilket kan ge ett missvisande intryck av objektivitet och precision. I själva verket krävs vid uträkningen av index vanligen inte bara objektiva data utan också ett inte obetydligt mått av diskretion och omdöme, såväl vad gäller urvalet av underliggande data som vad gäller hur själva uträkningen ska göras (t ex avseende vilka formler som är relevanta).<sup>51</sup> Ett benchmark kan ha tagits fram för ett visst specifikt syfte men kan sedan ha fått ett vidare användningsområde. Den som beräknar och publicerar index kan försöka införa ett licenstagande för användandet av sitt index, men detta är ofta inte någon garanti för att indexet inte används också utan licens. De s k nätverkseffekterna – d v s att en viss nytthighet blir attraktivare ju fler som redan använder den – gör att vissa benchmarks kan få en mycket stor spridning, också utanför det område för vilket det först togs fram, och även om vad det mäter kanske inte alltid är exakt vad användarna har behov av.<sup>52</sup>

Diagram 1: Benchmarkingprocessen



Diagrammet bygger på Europeiska Kommissionen (2012) figur 1.

49 Se Europeiska Kommissionen, "Consultation Document on the Regulation of Indices", den 5 september 2012 s 21.

50 NASDAQ OMX publicerar en rad olika index utöver de två som nämns i texten; se [www.nasdaqomxnordic.com/index/](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/).

51 Se Europeiska Kommissionen (2012) s 10.

52 Se Europeiska Kommissionen (2012) s 19.

Vid beräkningen av räntor används ofta olika *referensräntor* som benchmarks. I 1 kap 4 § pkt 23 lagen (2010:751) om betaltjänster definieras ”referensräntesats” som ”den räntesats som ligger till grund för beräkningen av eventuell tillämplig ränta och som härrör från en offentligt tillgänglig källa som kan kontrolleras av båda parterna i ett avtal om betaltjänster” – en definition som kan anses vara tämligen allmängiltig. Vissa referensräntor sätts av myndigheterna, såsom t ex Riksbanken, medan andra referensräntor sätts av marknadsaktörerna. Det finns naturligtvis för- och nackdelar med både offentligt och privat producerade benchmarks. En fördel med offentligt producerade benchmarks anses ofta vara att den offentlige leverantören inte skulle drabbas av intressekonflikter i samband med beräkningen av benchmarks i samma utsträckning som privata aktörer.<sup>53</sup> Denna fördel kan ifrågasättas. Det vore naivt att utgå ifrån de offentliga aktörernas automatiska oväld. Intressekonflikter kan uppstå även för dessa aktörer, dels genom att byråkratin kan ha en egen agenda (eventuellt efter korruption från vissa aktörer), dels genom att den politiska makten kan vilja manipulera benchmarks, exempelvis för att hålla nere kostnaden för en stor statsskuld. Den tydligaste fördelen med privata aktörer torde vara att de med större sannolikhet besitter relevant kunskap om de data som bör ingå och hur dessa ska hanteras vid beräkningarna. Sannolikt finns det ett värde i att ha såväl privat som offentligt producerade benchmarks parallellt så att de kan komplettera varandra. Övåntade förändringar i förhållandet mellan de officiella referensräntorna och marknadsräntorna kan t ex ge myndigheterna med ansvar för den finansiella stabiliteten och den ekonomiska politiken värdefull information om exempelvis tillgången på krediter i den icke-finansiella ekonomin när marknadsräntorna avviker uppåt från de officiella räntorna.<sup>54</sup>

I flera avseenden används således i lagstiftning olika slags referensräntor i förhållande till vilka marknadsräntor kan bedömas eller i förhållande till vilka vissa ekonomiska faktorer beräknas. I Direktivet om sena betalningar definieras ”referensränta” som en av följande räntor: (a) för en medlemsstat som har euron som valuta, antingen (i) den räntesats som Europeiska centralbanken använde för sina senaste huvudsakliga refinansieringstransaktioner eller (ii) den marginalränta som är resultatet av förfaranden med rörlig refinansieringsränta vid Europeiska centralbankens senaste huvudsakliga refinansieringstransaktioner och (b) för en medlemsstat vars valuta inte är euro, den motsvarande ränta som fastställs av medlemsstatens centralbank.<sup>55</sup> Inom skatterätten används t ex ofta den s k *statslåneräntan*. Riksgäldskontoret fastställer varje torsdag statslåneräntan att gälla fr o m fredagen till och med nästföljande

53 Se Europeiska Kommissionen (2012) s 21.

54 Se K Bain & P Howells, *Monetary Economics* 2u (2009) s 142.

55 Se direktivets art 2, pkt 7.

torsdag. Kontoret beräknar också ett medelvärde för statslåneräntan under året (fram till beräkningstillfället); detta medelvärde ligger sedan till grund för den genomsnittliga statslåneränta som Skatteverket fastställer för året.<sup>56</sup> Statslåneräntan används således t ex vid beräkning av: avdragsgilla räntor;<sup>57</sup> schablonintäkter för beräkning av periodiseringsfonder<sup>58</sup> och innehav av investeringssparkonton;<sup>59</sup> fördelningsbelopp vid räntefördelning;<sup>60</sup> avdragsgilla utdelningar i kooperativa föreningar;<sup>61</sup> utdelning och kapitalvinst i fåmansbolag;<sup>62</sup> vissa förmåner (bilförmån<sup>63</sup> och ränteförmån<sup>64</sup>). I räntelagen används Riksbankens referensränta för att beräkna ränta på icke förfallen fordran<sup>65</sup> och på förfallen fordran eller efter anmodan om betalning.<sup>66</sup> Referensräntan fastställs för varje kalenderhalvår genom särskilt beslut av Riksbanken. Referensräntan ska motsvara den ränta som Riksbanken tillämpade vid den huvudsakliga refinansieringstransaktion som genomfördes närmast före det kalenderhalvår under vilket räntan ska gälla (d v s reporäntan), avrundad till närmast högre halva procentenhet.<sup>67</sup> I penningpolitiskt syfte använder Riksbanken reporäntan genom att den anger den ränta till vilken bankerna får låna i Riksbanken enligt det Penningpolitiska styrsystemet.<sup>68</sup>

Referensräntor förekommer alltså också i den helt privata finansiella sektorn. Både statslåneräntan och referensräntan används ofta också av privata aktörer för att i avtal ange hur vissa räntesatser ska beräknas. Exempelvis är det inte ovanligt att avtalad dröjsmålsränta i likhet med den i räntelagen föreskrivna

56 Se 2 kap 28 § och 57 kap 8 § inkomstskattelagen. Statslåneräntan anges och förklaras på [www.rikskgalden.se/sv/omrikskgalden/statsskulden/aktuella-siffror/statslanerantan/](http://www.rikskgalden.se/sv/omrikskgalden/statsskulden/aktuella-siffror/statslanerantan/) och [www.rikskgalden.se/sv/omrikskgalden/statsskulden/aktuella-siffror/statslanerantan/Fakta-om-statslanerantan/](http://www.rikskgalden.se/sv/omrikskgalden/statsskulden/aktuella-siffror/statslanerantan/Fakta-om-statslanerantan/). Den genomsnittliga statslåneräntan anges på [www.skatteverket.se/](http://www.skatteverket.se/).

57 Se 24 kap 10 d § inkomstskattelagen.

58 Se 30 kap 6 a § inkomstskattelagen.

59 Se 42 kap 36 och 42 §§ inkomstskattelagen.

60 Se 33 kap 3 § inkomstskattelagen.

61 Se 39 kap 22 § inkomstskattelagen.

62 Se 57 kap 8, 10 och 11 §§ inkomstskattelagen.

63 Se 61 kap 5 § inkomstskattelagen.

64 Se 61 kap 15 ff §§ inkomstskattelagen.

65 Se lagens 5 §.

66 Se lagens 6 §.

67 Se räntelagen 9 §. Referensräntan anges på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Referensräntan ersätter det tidigare diskontot.

68 Det penningpolitiska regelverket diskuteras i D Hanqvist, "RIX och det penningpolitiska styrsystemet", *JT* 2005/06 s 966. Sedan artikeln skrevs har *regelverket* för det penningpolitiska styrsystemet och RIX omvandlats till *allmänna villkor*. Reporäntan anges på [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se). Beslutsprocessen för fastställande av reporäntan beskrivs i K Hallsten & STägström, "Beslutsprocessen – hur går det till när Riksbankens direktion ska bestämma om reporäntan", *Penning- och valutapolitik* 1/2009 s 69. För reporäntan se också t ex Fregert & Jonung (2010) s 429.

beräknas med utgångspunkt i referensräntan. I finansiella avtal är dock andra referensräntor – som på olika vis sätts av, och med utgångspunkt i, marknaden själv – av större betydelse. De referensräntor som är av störst betydelse för den svenska lånemarknaden är STIBOR, EURIBOR och LIBOR, d v s de marknadsmässiga referensräntorna för svenska kronor, euro respektive olika valutor på londonmarknaden.<sup>69</sup> Jag ska här fokusera på *STIBOR*. En jämförelse mellan STIBOR, EURIBOR och LIBOR (före 2013 års STIBOR-reform, varom mera nedan) framgår av *Tabell 2*. Lån med räntesatser enligt olika referensräntor kan ibland följa olika marknadskonventioner, såsom uppdelningen mellan ”ränta” och ”avgifter”<sup>70</sup> och ränteberäkningsprinciper. Ofta anges t ex den räntesats till vilken ränta på banklån eller obligationer ska utgå som ett visst antal ”bas-” eller ”räntepunkter” (hundraedels procent, ”bp”) över en referensränta (”spread” eller ”marginal”).<sup>71</sup> Eftersom referensräntan är rörlig blir så också den avtalade räntan rörlig. ”STIBOR+15bp”, exempelvis, betyder en ränta som uppgår till STIBOR för en viss period med ett tillägg av 15 hundraedels procent (0,015). Är STIBOR 100 bp (1 %) uppgår räntan till 115 punkter eller bp = 1,15 % = 0,115.

	Stibor	Libor	Euribor
Typ av lån	Icke säkerställt	Icke säkerställt	Icke säkerställt
Typ av ränta	Den ränta banken kan erbjuda en annan bank i panelen för ett lån.	Den ränta banken tror att den kan bli erbjuden för ett lån från en annan bank i panelen.	Den ränta en bank i panelen bedömer att banker i euroområdet erbjuder varandra för lån.
Antal banker i panelen	5	Minst 7	43

69 Förkortningarna ska utläsas: ”Stockholm Interbank Offered Rate”, ”Euro Interbank Offered Rate” respektive ”London Interbank Offered Rate”. På londonmarknaden förekommer räntor i flera olika valutor – däribland svenska kronor – inte endast brittiska pund.

70 Exempelvis har det periodvis varit vanligare med en större andel ”avgifter” i EURIBOR-lån medan LIBOR-lån istället haft en större andel ”ränta” (se Altunbras, Gadanez & Kara (2006) s 10).

71 Se Proctor (2010) § 20.24.

Process för hur räntan sätts	Offentliga bud, möjligt att handla på andra bankers bud fram till krisen.	Hemliga bud, offentliggörande när interbankräntan är publicerad.	Hemliga bud, offentliggörande när interbankräntan är publicerad.
Beräkning	Nasdaq/OMX beräknar aritmetiskt medelvärde. Högsta eller lägsta bud som avviker med mer än 25 räntepunkter från näst högsta eller näst lägsta bud exkluderas.	Thomson Reuters beräknar aritmetiskt medelvärde efter att de 25 procent högsta respektive lägsta buden exkluderas.	EBF beräknar aritmetiskt medelvärde efter att de 15 procent högsta respektive lägsta buden exkluderas.
Ägarskap	Bankerna i Stiborpanelen	British Bankers Association (BBA)	European Banking Federation (EBF)

Ett sätt att betrakta marknadernas referensräntor är att se dem såsom uttryck för en värdering idag av en betalning i framtiden av ett visst belopp, *med bortseende från sådant som är specifikt för en viss gäldenär*. Referensräntan utgör så att säga det *generella tidsvärdet av skulden*. Referensräntan kan sägas behöva täcka (a) (i synnerhet  $a_3$ ), (b<sub>2</sub>), (c) – till den del likviditetsrisken inte är specifik för gäldenären – och (d) i Tabell 1, varvid vinsten för banken liksom all vinst måste bedömas utifrån vilken vinst som banken annars skulle ha kunnat göra på en alternativ investering.<sup>72</sup> Tillägget utöver referensräntan skulle så täcka (b<sub>1</sub>) och den del av (c) som är hänförlig till gäldenären specifikt.

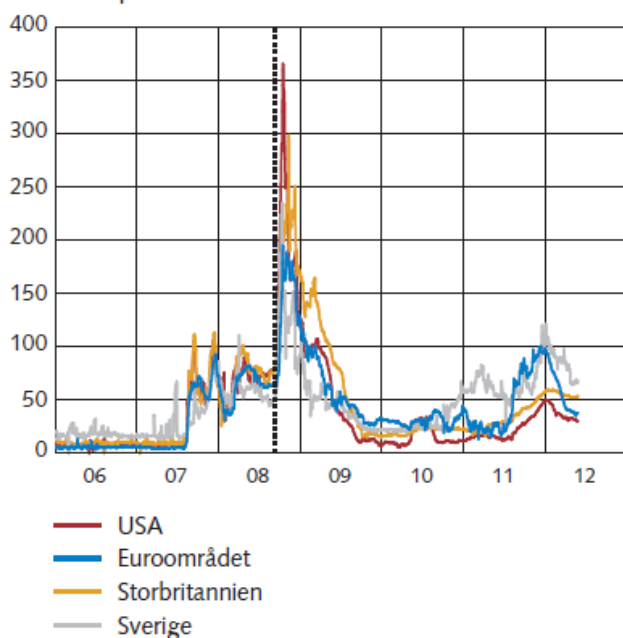
De privata referensräntornas starka ställning har nått erkännande också i konsumentkreditlagstiftningen. Sålunda föreskrivs att räntesatsen på en konsumentkredit får ändras till konsumentens nackdel endast i den utsträckning som det motiveras av kreditpolitiska beslut, ökade upplåningskostnader för kreditgivaren eller andra kostnadsökningar som kreditgivaren inte skäligen kunde förutse när avtalet ingicks. Undantag görs emellertid för ändringar på visst sätt i anslutning till ändringar i en *referensränta som kreditgivaren inte har något betydande inflytande över*.<sup>73</sup> Trots bankernas deltagande i att räkna fram marknadens referensräntor (se nedan) torde t ex STIBOR kvalificera sig för detta undantag.

72 Jag menar att "skäligen förräntning av det i rörelsen nedlagda kapitalet" i RÅ 1984 1:94 betyder just denna "genomsnittliga" vinst.

73 Se 17 § konsumentkreditlagen.

När finanskrisen bröt ut under hösten 2008 uppfattade bankerna att risken förknippad med att låna ut till varandra ökat och att likviditetsrisken på penningmarknaderna var högre än tidigare. Riskpremierna på interbanklån har därefter etablerat sig på en bestående högre nivå jämfört med tiden innan finanskrisen. Denna riskpremie beräknades bl a med hänsyn till STIBOR (se *Diagram 2*).

**Diagram R2:1. Riskpremien på interbankmarknaden**  
Räntepunkter



Anm. Riskpremien för Sverige beräknas som skillnaden mellan tremånaders Stibor och overnight index swapränta (STINA) plus skillnaden mellan räntan från i morgon till i övermorgon och reporäntan.

Källor: Bloomberg och Riksbanken

Den nya prissättningen av risk skapade frågetecken kring till vilken utsträckning referensräntorna för interbanklån reflekterade den faktiska risken.



Det uppstod därmed ett allmänt ökat fokus runt om i världen på hur referensräntor bestäms. Misstankar om manipulation har lett till att utländska myndigheter har granskat hur banker bestämmer referensräntor. I vissa fall hade det även funnits indikationer på att manipulation har förekommit.<sup>74</sup> Tillsynsmyndigheter i flera länder såsom Storbritannien, USA, Kanada, Japan samt i EU, har sedan 2009 granskat referensräntorna LIBOR, EURIBOR och Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR). I samband med att det blev känt att den brittiska storbanken Barclays manipulerat LIBOR fick Martin Wheatley, verkställande chef för den blivande myndigheten Financial Conduct Authority, i uppdrag att granska LIBOR, vilket har resulterat i ett antal förslag till åtgärder.<sup>75</sup> Fr o m den 1 april 2013 ligger ansvaret för LIBOR hos Financial Conduct Authority.<sup>76</sup> Referensräntor har funnits länge och har överlag fyllt sitt syfte. Ett tydligt och förtroendeingivande ramverk och förutsättningar för att kunna verifiera referensräntan utifrån marknadsprissättning är centrala komponenter i detta.<sup>77</sup>

Givet den centrala betydelse benchmarks har för de finansiella marknaderna är det naturligtvis angeläget att ett tillräckligt antal banker deltar i den för referensräntan relevanta panelen (eller annars deltar vid beräkningen av räntan). Det är därför något oroande att flera betydande banker har deklarerat att de tänker lämna panelen för en så central referensränta som EURIBOR.<sup>78</sup> I Australien har bankernas avhopp lett till att man – mig veterligen som första exempel härpå – helt har övergivit det traditionella systemet med en panel med banker som rapporterar in sina räntor; istället kommer den australiensiska referensräntan – *bank bill swap rate* – beräknas av Australian Financial Markets Association på grundval av observerade faktiska marknadsavslut.<sup>79</sup> Som en reaktion på att bankerna av olika skäl lämnar panelerna för beräkning-

74 Se Riksbanken, *Finansiell Stabilitet* 2012:1 s 33 (Riksbanken (2012b)).

75 Se Riksbanken (2012a) s 11. För Wheatleys arbete, se *The Wheatley Review of LIBOR: initial discussion paper* (augusti 2012) och *The Wheatley Review of LIBOR: final report* (september 2012).

76 Se L Fortado, "Libor Rate Oversight to Be Handed to New U.K. Finance Regulator", *Bloomberg Businessweek* 2013-03-25 ([www.businessweek.com/news/2013-03-25/libor-rate-oversight-to-be-handed-to-new-u-dot-k-dot-finance-regulator](http://www.businessweek.com/news/2013-03-25/libor-rate-oversight-to-be-handed-to-new-u-dot-k-dot-finance-regulator)).

77 Se Riksbanken (2012a) s 8.

78 Se M Price, "Panel opt-outs further threaten benchmark integrity" *Financial News* 2013-03-19 ([www.efinancialnews.com/story/2013-03-18/panel-opt-outs-benchmark-integrity](http://www.efinancialnews.com/story/2013-03-18/panel-opt-outs-benchmark-integrity)) och A Morse, "UBS To Exit Euribor-Setting Panel", *Wall Street Journal* 2013-03-19.

79 Se N Somasundaram & S McDonald, "Australia to Shut Bank-Rate Panel as HSBC, Citigroup Exit", *Bloomberg* 2013-03-27 ([www.bloomberg.com/news/2013-03-27/australia-plans-to-shut-bank-rate-panel-as-hsbc-citigroup-exit.html](http://www.bloomberg.com/news/2013-03-27/australia-plans-to-shut-bank-rate-panel-as-hsbc-citigroup-exit.html)) och *BBSW Up-date* 2013-03-27 ([www.afma.com.au/afmawr/\\_assets/main/lib90006/bbsw%20update.pdf](http://www.afma.com.au/afmawr/_assets/main/lib90006/bbsw%20update.pdf)). Reglerna för den australiensiska referensräntan uppdaterades så sent som i mars 2013 (se *AFMA Rate Contribution Best Practice Principles* från mars 2013).

gen av benchmarks överväger Europeiska kommissionen att införa ytterligare regleringar – den här gången för att ge ESMA möjligheten att *tvunga* banker att delta i paneler för beräkningen av viktigare finansiella benchmarks.<sup>80</sup> Detta är ytterligare ett exempel på hur europeiska myndigheter ingriper med tvång istället för välavvägda och marknadskonforma incitament<sup>81</sup> och för att göra om olika marknadsdrivna institutioner till offentliga, som sedan underkastas en byråkratisk och politisk logik istället för den marknadsekonomiska logik som ursprungligen givit upphov till institutionerna. Det är tveksamt om sådana offentliga ingripanden för att *permanent* historiskt givna marknadsdrivna institutioner som har uppkommit på grund av marknads behov (såsom till exempel de ovan nämnda australiensiska exemplen som helt klarar sig utan en panel med deltagande banker). När marknads behov förändras, eller när marknaden utvecklar nya institutioner som bättre motsvarar dess behov, föreligger en tydlig risk att de permanentade institutionerna blir fossiliserade och kontraproduktiva.

#### 4. STIBOR

Det finns inga indikationer på manipulation av STIBOR, den viktigaste svenska benchmark-räntan. Emellertid uppgav många marknadsaktörer i Riksbankens riskenkät att det fanns problem med STIBOR. Det handlade om incitamenten för bankerna att sätta STIBOR på rättvisande nivåer, att för få banker bestämmer STIBOR och att genomlysningen av STIBOR och dess ramverk var bristfällig.<sup>82</sup> STIBOR utgör referensränta för lån och olika finansiella kontrakt i svenska kronor till ett utestående belopp motsvarande drygt 50 000 miljarder kronor. Det innefattar såväl bostads- och företagslån med rörlig ränta som de derivatkontrakt som bl.a. banker använder för att hantera sina risker.<sup>83</sup> STIBOR:s inverkan på prissättningen av finansiella kontrakt gör att den har betydelse för den svenska ekonomin. Det gäller såväl för penningpolitiken som för den finansiella stabiliteten. STIBOR har därför stor betydelse för räntorna och för allokeringen av kapital i samhället. STIBOR

80 Se M Price, "Brussels to hand Esma power on banks panels", *Financial News* 2013-03-18 ([www.efinancialnews.com/story/2013-03-18/brussels-esma-bank-panels-financial-benchmarks?mod=sectionheadlines-home-TT](http://www.efinancialnews.com/story/2013-03-18/brussels-esma-bank-panels-financial-benchmarks?mod=sectionheadlines-home-TT)).

81 ECB har sagt sig vilja *uppmuntra* "banks to remain in, or rejoin, the respective panels while the regulatory framework is being amended and thus prevent potential disruptions to the functioning of financial markets" (se "Eurosystem's Response to the EBA and ESMA's Public Consultation on the Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU", odaterat, [www.ecb.int/pub/pdf/other/pubcon201302onthepinciplesforbenchmarksettingprocessesintheeu.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pubcon201302onthepinciplesforbenchmarksettingprocessesintheeu.pdf), s 4).

82 Se Riksbankens riskenkät våren 2012.

83 Se Riksbanken (2012b) s 33 och *Finansiell Stabilitet* 2012:2 s 16 (Riksbanken (2012c)). Beloppet innefattar bostads- och företagslån till rörlig ränta samt ränteswappar, ränteterminer och valutaswappar. Se Finansmarknadsstatistiken för februari 2012 (SCB) och *Detailed tables on semi-annual OTC derivatives statistics at end-June 2011* (november 2011, Bank for International Settlements (BIS)). Se också "Insyn ska skydda Stibormot misstroende", *Bankföreningens Nyhetsbrev*, mars 2003.

anger således de räntor som bankerna erbjuder för att låna ut svenska kronor utan säkerhet till varandra på olika löptider. Eftersom STIBOR används vid prissättningen av många finansiella kontrakt är den en viktig komponent i den penningpolitiska transmissionsmekanismen från reporäntan till de räntor som hushåll och företag möter. Allt annat lika ska – menar Riksbanken – en förändring av reporäntan påverka STIBOR i motsvarande utsträckning och således även prissättningen av de finansiella kontrakt som är kopplade till STIBOR. Om detta av något skäl inte fungerar, exempelvis till följd av bristande förtroende, kan förutsättningarna för penningpolitiken påverkas. STIBOR är dessutom viktig för finansiella marknaders sätt att fungera, inte minst vid prissättningen av bland annat ränte- och valutaderivat som är centrala instrument i bankers och företags riskhantering. Därav är förtroendet för STIBOR viktigt för den finansiella stabiliteten i Sverige. Dessutom tjänar STIBOR som ett riktmärke för bankernas kostnad för lån utan säkerhet på interbankmarknaden och därmed kreditrisken i banksektorn. Därför har STIBOR också betydelse för bedömningen av stabiliteten i det finansiella systemet.<sup>84</sup>

STIBOR – som har funnits sedan 1986 – har tidigare bestämts av ett antal banker enligt överenskommelse dem emellan. De banker som tidigare bestämde STIBOR ingick i den så kallade Stiborpanelen, som bestod av Danske Bank, Handelsbanken, Nordea, SEB, Swedbank och, under en period, The Royal Bank of Scotland. Panelen hade själv utformat avtalet från 2006 som låg till grund för bankernas åtagande att prissätta STIBOR (det första avtalet kom redan 1997). De svenska bankerna i Stiborpanelen tog själva initiativ till att se över ramverket för hur STIBOR skulle bestämmas och granskas. Syftet med arbetet var att utarbeta ett nytt avtal mellan bankerna i Stiborpanelen.<sup>85</sup>

I korthet har bristerna ansetts bestå i:<sup>86</sup>

- *Avsaknad av ansvar.*—Bankerna i Stiborpanelen ansvarade gemensamt för det avtal som reglerade hur referensräntan bestämdes. Det fanns därmed ingen enskild aktör som ansvarade för avtalet och som kunde krävas på ansvar.
- *Bristande styrning och kontroll.*—Det fanns ingen tydlig struktur för att säkerställa förtroendet för STIBOR. Det saknades bl a en organisation som följde upp att bankerna följde STIBOR-avtalet och som kunde hantera frågor eller klagomål angående STIBOR från utomstående.
- *Avsaknad av transparens i processen att bestämma STIBOR.*—Avtalet för

84 Se Riksbanken (2012a) s 8.

85 För detta stycke, se Riksbanken (2012b) s 33 f.

86 Se Riksbanken (2012a) s 9. Se också Riksbanken (2012c) s 20 ff.

STIBOR var inte offentligt. Information om vad STIBOR är och hur referensräntan bestämdes fanns inte heller tillgänglig. Detta ansågs göra det svårt för utomstående att bedöma och förstå referensräntan.

- *Avsaknad av möjlighet att verifiera STIBOR.*—Det saknades information om marknadsprissättning som skulle behövas för att verifiera STIBOR. Det hade sin grund i att svenska banker till stor del använder utländsk valuta för sin kortfristiga marknadsfinansiering och att det saknas en likvid svensk marknad som kan ligga till grund för prissättningen av STIBOR. Bankerna använder i begränsad utsträckning interbanklån utan säkerhet i svenska kronor.
- *Bristande incitamentsstruktur när STIBOR bestäms.*—Bankerna hade ingen skyldighet att låna eller placera till sina angivna STIBOR-bud. Bankerna som bestämde STIBOR hade därför inte tillräckligt starka incitament att ange korrekta STIBOR-räntor i den meningen att de angav räntor som de faktiskt kunde erbjuda för lån enligt definitionen av STIBOR. Därtill är Sverige en relativt liten marknad med få banker i Stiborpanelen, vilket innebär en risk för otillbörligt samarbete mellan bankerna när STIBOR ska bestämmas.

Resultatet av reformarbetet blev *Ramverk för STIBOR* som publicerades av Svenska Bankföreningen i januari 2013 ("Ramverket");<sup>87</sup> Ramverket trädde i kraft den 4 mars 2013.<sup>88</sup> (EURIBOR fastställs av den belgiska föreningen Euribor-EBF och LIBOR beräknas och offentliggörs av Thomson Reuters på uppdrag av den brittiska bankföreningen, British Bankers' Association.)

Framtida *lagstiftning* om reglering och tillsyn av referensräntorna kan inte uteslutas, vare sig från svenskt<sup>89</sup> eller EU-håll – flera regleringsinitiativ har kommit. Europeiska Kommissionen publicerade ett konsultationsdokument i september 2012<sup>90</sup> och förväntas komma med ett förslag till lagstiftning om referensräntor under andra kvartalet 2013.<sup>91</sup> Europeiska bankmyndigheten (EBA) publicerade rekommendationen för tillsynen avseende bankernas deltagande i EURIBOR i januari 2013<sup>92</sup> och EBA och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA) publicerade tillsammans ett konsulta-

87 Ramverket har publicerats – också i en engelskspråkig version – på Bankföreningens hemsida.

88 Se [www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/E54E88F19057DCFD1257AD400323DB9?open](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/E54E88F19057DCFD1257AD400323DB9?open) (access 2013-03-06 17:26).

89 Se Protokoll från Samverkansrådets möte den 2 oktober 2012 s 5. Samverkansrådet består av representanter från Riksbanken och Finansinspektionen.

90 Se Europeiska Kommissionen (2012). Konsultationsperioden stängdes den 29 november 2012.

91 Se intervju med kommissionär M Barnier i H Jones, "UPDATE 3-EU may force banks to help set Euribor to keep it clean", Reuters den 8 februari 2013.

92 Se "EBA Recommendations on supervisory oversight of activities related to banks' participation in the Euribor panel", EBA/REC/2013/01 den 11 januari 2013.

tionsdokument om hur benchmarks beräknas i januari 2013.<sup>93</sup> Den brittiska finansinspektionen, Financial Services Authority, publicerade även den ett konsultationsdokument i december 2012<sup>94</sup> med förslag på reglering av framför allt LIBOR och av dem som tillhandahåller informationen om den referensräntan. Internationellt – d v s utanför EU – publicerade The Board of the International Organization of Securities Commissions ("IOSCO") ett konsultationsdokument i januari 2013; och IOSCO har tillsatt en arbetsgrupp som förväntas komma med sin rapport i april 2013.<sup>95</sup> Det finns även vissa initiativ till självreglering av benchmarks.<sup>96</sup> Mot bakgrund av bl a referensräntornas betydelse för värderingen av olika finansiella instrument torde manipulation av referensräntor redan idag kunna vara straffbart såsom "otillbörlig marknadspåverkan". Detta brott begås av den som "vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument".<sup>97</sup> För att undanröja eventuella tvivel i denna del har den Europeiska Kommissionen inlett arbetet med att införa klaggörande ändringar i den europeiska regleringen av marknadspåverkan.<sup>98</sup>

---

93 Se "Consultation Paper: Principles for Benchmarks-Setting Processes in the EU", ESMA/2013/12 den 11 januari 2013. Konsultationsperioden stängdes den 15 februari 2013.

94 Se "The regulation and supervision of benchmarks", Consultation Paper CPI/2/36. Konsultationsperioden stängdes den 16 januari 2013.

95 Se "Financial Benchmarks. Consultation Report" CR01/13 ([www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD399.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD399.pdf)). Konsultationsperioden stängdes den 11 februari 2013.

96 Se t ex utkastet till *The Price Reporting Code for Independent Price Reporting Organisations*, publicerad av Argus Media, ICIS och Platts den 30 april 2012. Konsultationsperioden stängdes den 1 juli 2012.

97 Se 8 § lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. För energigrossistprodukter, se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1227/2011 av den 25 oktober 2011 om integritet och öppenhet på grossistmarknaderna för energi och numera även förslag till lag om ingripande mot marknadsmissbruk vid handel med grossistenergi produkter i prop 2012/13:122. Förordningen samordnar grossistenergi-marknadsregleringen med regleringen av handeln med finansiella instrument i allmänhet.

98 Se "Ändrat förslag till Europaparlamentets och Rådets Direktiv om straffrättsliga påföljder för insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan" KOM(2012) 420 slutlig 2011/0297 (COD) och "Ändrat förslag till Europaparlamentets och Rådets Förordning om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk)" KOM(2012) 421 slutlig 2011/0295 (COD), båda av den 25 juli 2012. För motsvarande frågor på grossistenergimarknaden, se Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1227/2011 recit (14) ("Exempel på otillbörlig marknadspåverkan inkluderar att en person, eller flera personer gemensamt, försöker säkra en avgörande position avseende tillgång eller efterfrågan på en grossistenergi produkt som har eller skulle kunna ha effekten att priserna fastställs direkt eller indirekt eller att andra orättvisa handelsvillkor uppstår; och erbjudande, köp eller försäljning av grossistenergi produkter med avsikt, intention eller effekt att marknadsaktörer som agerar på grundval av referenspriser vilseleds").

## 5. DET NYA RAMVERKET FÖR STIBOR

### 5.1 INLEDNING

Ramverket är en privaträttslig företeelse – även om Riksbanken och Finansinspektionen tilldelas vissa roller i Regelverket vilar det på privaträttslig grund.<sup>99</sup> Regleringen av STIBOR i Sverige har alltså ännu inte blivit föremål för offentligrättslig reglering och tillsyn på ett sätt motsvarande vad som t ex är fallet med LIBOR i Storbritannien. I Ramverket definieras STIBOR som:

*”en referensränta som visar ett genomsnitt av de räntesatser till vilka ett antal banker verksamma på den svenska penningmarknaden (”Stiborbankerna”) är villiga att låna ut till varandra utan säkerhet under olika löptider”.*

Ramverket består av tre delar:

1. Regler om styrning och kontroll;
2. Regler för inrapportering och beräkning av STIBOR; och
3. Regler för Stiborbankernas interna styrning.

Beslut om antagande av och ändringar i Ramverkets olika delar fattas av olika instanser: Beslut om ändringar av del 1 ”Regler för styrning och kontroll” fattas av Bankföreningens styrelse på grundval av ett motiverat förslag från Stiborkommittén; och beslut om ändringar av del 2 ”Regler för inrapportering och beräkning av STIBOR” och del 3 ”Regler för Stiborbankernas interna styrning” fattas av Stiborkommittén och anmäls till Bankföreningens styrelse vid dess nästa sammanträde.<sup>100</sup> Om osedvanliga marknadsförhållanden råder och dessa allvarligt kan påverka interbankmarknaden, kan Stiborkommittén besluta om ändringar också av del 1 ”Regler för styrning och kontroll”. Ett sådant beslut ska omedelbart anmälas till Bankföreningens styrelse för godkännande.

Det är oklart när Stiborkommitténs beslut vid osedvanliga marknadsförhållanden börjar gälla och vad godkännandet från Bankföreningens styrelse innebär. Ramverket uttrycker det som att Stiborkommittén kan ”fatta” beslutet, vilket ger intryck av att det börjar gälla omedelbart. Å andra sidan ska beslutet godkännas av Bankföreningens styrelse. Detta kan uppfattas på åtminstone två olika sätt: (1) Godkännandet krävs innan beslutet börjar gälla; eller (2) Beslutet gäller interimistiskt fram till dess

<sup>99</sup> Det samma gäller för reglerna för Riksbankens Penningpolitiska styrsystem och RIX-systemet; se Hanqvist (2005/06).

<sup>100</sup> Bankföreningens styrelse beslutade senast om Del 1 den 5 december 2012 och Stiborkommittén fattade senast beslut om Del 2 och Del 3 den 14 december 2012.

att Bankföreningens styrelse har kunnat ta ställning till det genom att godkänna eller förkasta det. Mot alternativ (2) talar att Ramverket saknar närmare bestämmelser för hur förfarandet hos Bankföreningens styrelse ska vara utformat. Om styrelsen godkänner beslutet finns en vetbar tidpunkt vid vilken beslutet upphör att vara interimistiskt och blir ovillkorat. Det är däremot svårt att avgöra vad som händer om styrelsens beslut drar ut på tiden. Finns det en bortre punkt bortom vilken styrelsen får uppfattas ha godkänt eller förkastat beslutet? Denna oklarhet talar *emot* att Stiborkommitténs beslut skulle vara interimistiskt och för att det kräver godkännande av Bankföreningens styrelse för att börja gälla. Å andra sidan medför denna tolkning att Stiborkommitténs beslut förlorar sin karaktär av nödbeslut – det finns i så fall ingen saklig skillnad mellan situationen vid osedvanliga marknadsförhållanden och den reguljära situationen då Stiborkommittén lämnar förslag på beslut till Bankföreningens styrelse. En modell för att lösa frågan ges i valuta- och kreditregleringen. I vissa fall av nödkaraktär får regeringen förordna om: valuta- och kreditreglering,<sup>101</sup> inlösenrätt i kronor för Riksbanken avseende privata innehav av vissa utländska tillgångar,<sup>102</sup> rätt för Riksbanken att bryta brevhemligheten<sup>103</sup> och utökandet av kreditregleringen till andra än ”finansinstitut”.<sup>104</sup> Sådana förordnanden ska inom en månad från beslutet underställas riksdagen för godkännande; *om så inte sker inom rätt tid upphör förordnandet att gälla.*<sup>105</sup>

## 5.2 STYRNING OCH KONTROLL

*Stiborkommittén* består av representanter för samtliga Stiborbanker. Varje Stiborbank har rätt att nominera en ledamot och en suppleant. Nomineringen görs av bankens ”CFO” på koncernnivå eller bankens landchef och ska lämnas till Stiborsekretariatet med en redogörelse för kandidatens kompetens. Bankföreningens styrelse utser ledamöter och personliga suppleanter för dessa i Stiborkommittén. Kommittén utser inom sig en ordförande och en vice ordförande. Mandatperioden för ledamot och suppleant är två år och kan förlängas. Till ledamot kan utses den som är anställd i en Stiborbank och har god kunskap om den svenska finansmarknaden och särskilt penningmarknaden respektive interbankmarknaden. Personen får inte vara rapportör av räntesatser. Om personens anställning i Stiborbanken upphör lämnar personen automatiskt kommittén. Riksbanken, beräkningsombudet och Bankföreningen har rätt att utse observatörer i kommittén. Dessa har rätt att delta i kommitténs

101 Se 1 kap 1 § lagen (1992:1602) om valuta- och kreditreglering.

102 Se 2 kap 2 § lagen om valuta- och kreditreglering.

103 Se 2 kap 6 § lagen om valuta- och kreditreglering.

104 Se 3 kap 2 § lagen om valuta- och kreditreglering. ”Finansinstitut” i detta sammanhang betyder sådana institut som räknas upp i 6 kap 1 § lagen (1988:1385) om Sveriges riksbank (se 1 kap 4 § lagen om valuta- och kreditreglering).

105 Se 1 kap 3 § lagen om valuta- och kreditreglering.



sammanträden. För ledamot och suppleant i kommittén samt för eventuella observatörer gäller sekretess beträffande uppgifter som de får del av rörande enskilda banker. Kommittén sammanträder fyra gånger per år och i övrigt om ordföranden, två ledamöter, Bankföreningen eller Riksbanken begär det. Kommittén sammanträder på kallelse av ordföranden. Kallelse och underlagsmaterial ska sändas till ledamöterna, suppleanterna och observatörerna senast en vecka före sammanträdet. Vid sammanträdena ska minnesanteckningar upprättas. Dessa ska publiceras senast tre månader efter sammanträdet på hemsida som Bankföreningen bestämmer. Ärenden kan avgöras per telefon eller med hjälp av elektronisk kommunikation om alla ledamöter tillstyrker detta. Stiborkommittén har ställning som kommitté inom Bankföreningen. Avtal rörande Stiborverksamheten, t ex med beräkningsombud, sluts av Bankföreningen.

Reglerna föranleder vissa frågor. ”CFO” – ”Chief Financial Officer” – torde på svenska motsvaras av ”finanschef” eller dylikt. Frågan är vilken frihet Stiborbankerna har att välja vem de vill nominera. Tanken förefaller vara att det ska vara en person med god insikt i de finansiella marknaderna. Men viss flexibilitet måste tillåtas. Om Bankföreningens styrelse förkastar en CFO som har nominerats av sin bank torde banken ha rätt att nominera någon annan utan att för den sakens skull behöva byta CFO. Det är vidare något oklart vad som sker när en person som ingår i Stiborkommittén lämnar sin anställning. Det står klart att hennes mandat i kommittén upphör per automatik samtidigt som anställningen upphör. Ramverket saknar bestämmelser om vad som gäller under hennes uppsägningstid. Ramverket ger inte uttryckligen en Stiborbank rätt att återkalla mandatet för en person som banken har nominerat (vilket ligger i linje med att det är Bankföreningens styrelse som utser ledamöter); det saknas också uttryckliga bestämmelser om att Bankföreningens styrelse får utesluta en sådan person från kommittén. Formellt förefaller det därför som om den aktuella personen sitter kvar på sitt mandat till dess uppsägningstiden har runnit ut. Ramverket saknar vidare bestämmelser om quorum i Stiborkommittén; sådana bestämmelser finns emellertid för situationen att kommittén har att besluta om erinran mot en felande Stiborbank (se nedan). Det är således oklart hur många av ledamöterna som behöver delta i kommitténs möten för att eventuella beslut som fattas där ska anses behörigen antagna. Stiborkommittén torde sakna juridisk personlighet. Istället får kommittén förstås som en organisatorisk del av Bankföreningen; och Bankföreningens rättsliga agerande avseende kommittén torde ha att följa vad som annars gäller beträffande Bankföreningen.

Stiborkommittén har följande *uppgifter*:

- att utforma och besluta om avsnitt 2 och 3 i Ramverket, d v s ”Regler för

inrapportering och beräkning av STIBOR” samt ”Regler för Stiborbankernas interna styrning”;

- att utforma och besluta om kompletterande riktlinjer till Ramverket om sådana anses behövas, t ex beträffande minimikrav för intern styrning och Stibordokumentationens närmare innehåll;
- att följa upp tillämpningen av Ramverket och Stiborbankernas rapportering av räntesatser och att hantera frågor rörande STIBOR som hänskjuts till kommittén av Bankföreningens styrelse, Riksbanken, beräkningsombudet eller en Stiborbank;
- att initiera förändringar i Ramverket;
- att säkerställa att transparensens upprätthålls kring STIBOR:s fastställande;
- att se till att hemsidan för STIBOR är uppdaterad med relevant information och i enlighet med Ramverket;
- att utforma förslag till avtal med beräkningsombud för godkännande av Bankföreningen;
- att föreslå nya Stiborbanker;
- att, om en Stiborbank inte följer Ramverket, utfärda en erinran till banken och om banken inte inom två veckor gjort rättelse rapportera detta till Bankföreningens styrelse som därefter har rätt att fatta beslut om eventuella åtgärder mot Stiborbanken (för beslutsförhet krävs att minst halva antalet ledamöter är närvarande; beslut fattas med 2/3 majoritet av de närvarande; och för beslut om erinran och rapportering av Stiborbank till Bankföreningens styrelse krävs enhällighet bland de övriga bankerna); och
- att årligen avge en redogörelse för hur beräkningen av STIBOR fungerat.

Stiborkommittén kan utse arbetsgrupper för att bereda eller fullgöra vissa av de uppgifter som anges ovan. En Stiborbank ska inrapportera räntesatser i enlighet med del 2 i Ramverket och i övrigt följa de regler som finns i Ramverket.

Vissa frågor inställer sig också här. Det är oklart vari skillnaden består i att ”utforma och besluta” om avsnitt 2 och 3 i Ramverket, utforma och besluta om ”kompletterande riktlinjer” till Ramverket och att ”initiera förändringar” i Ramverkets avsnitt 2 och 3. Eftersom Ramverket inte föreskriver någon normativ hierarki, och eftersom det handlar om samma beslutsfattande organ i båda fallen, förefaller det inte föreligga någon saklig normativ skillnad mellan att utforma själva Ramverket (till den del detta ligger i kommitténs händer) och att utforma riktlinjer (som får antas vara i någon mening bindande även de). Eftersom kommittén får besluta om ändringar i avsnitt 2 och 3 förefaller uppgiften att ”initiera förändringar i Ramverket” i sak endast betyda att kommittén ska initiera – men inte besluta – om ändringar i Ramverkets avsnitt 1.

För att en bank ska kunna vara Stiborbank krävs att banken (a) sedan minst ett år har betydande direkt eller indirekt STIBOR-koppling i sin verksamhet och (b) har personal och system som säkerställer att banken kan rapportera räntesatser varje bankdag. En bank ansöker hos Stiborkommittén om att bli antagen som Stiborbank. I ansökan ska banken uttryckligen åta sig att följa Ramverket och de beslut som fattas av Bankföreningens styrelse och Stiborkommittén. Kommittén ska med eget yttrande överlämna ansökan till Bankföreningens styrelse som fattar beslut om eventuellt godkännande av banken som Stiborbank. En Stiborbank kan lämna sin position som Stiborbank med iakttagande av en uppsägningstid på fyra veckor. Utträdet sker fr o m den bankdag som infaller närmast fyra veckor efter det att meddelandet om uppsägningen skriftligen har inkommit till Stiborsekretariatet. Sekretariatet ska utan dröjsmål informera Bankföreningens styrelse, Stiborkommittén, övriga Stiborbanker, beräkningsombudet samt Riksbanken och Finansinspektionen om uppsägningen. Det är oklart vad som händer med de ledamöter av Stiborkommittén som har anställning hos den bank som upphör att vara Stiborbank. Eftersom Ramverket inte föreskriver att bankens utträde medför att sådana ledamöter förlorar sitt mandat, och eftersom det är Bankföreningens styrelse som utser ledamöterna, förefaller regeln vara att ledamöterna sitter kvar på sina mandat till dess de löper ut. Frågan är vidare vad som gäller för det fall en sådan persons anställning vid den bank som inte längre är en Stiborbank upphör. Möjligen ska situationen behandlas enligt en analogi med vad som gäller för ledamöter som är anställda i en Stiborbank. Mot detta talar att ledamotens mandat förefaller ha en sådan starkt personlig prägel att mandatet överlever att banken upphör att vara Stibor. Detta talar närmast för att personens anställning i banken efter det att banken har upphört att vara Stiborbank är irrelevant för innehavet av mandatet.

Riksbanken och Stiborkommittén har rätt att på begäran få tillgång till uppgifter om Stiborbankernas rapportering av räntesatser och grunderna för hur dessa har satts samt övriga uppgifter av betydelse för fastställande av STIBOR. Finansinspektionen utövar tillsyn i enlighet med sina bemyndiganden. Det är något oklart vilka bemyndiganden som avses. Förordningen (2004:329) om bank- och finansieringsrörelse innehåller inga explicita bemyndiganden avseende STIBOR. Åtminstone två alternativ inställer sig: (1) de bemyndiganden som avses är vad som kan anses följa av Ramverket eller (2) de allmänna bemyndiganden som Finansinspektionen har avseende Stiborbankernas bankverksamhet – alldeles oberoende av Ramverket – är vad som åsyftas. Om alternativ (2) gäller är Ramverket i detta avseende endast deklarativt: det informerar om vad som gäller oberoende av Ramverket. Alternativ (1) faller p g a av stats- och

förvaltningsrättsliga principer. En privat organisation kan inte utöka Finansinspektionens handlingsmandat och på så sätt ta skatte- eller annars offentliga medel i anspråk. Myndigheterna behöver explicit författningsstöd för att alls ha behörighet att agera.<sup>106</sup> Sammantaget förefaller alltså alternativ (2) – med blott en deklaration i Ramverket – vara det rätta.

Stiborkommittén ska ha tillgång till en *sekretariatsfunktion* som tillhandahålls av Bankföreningen. Stiborsekretariatet ska under kommitténs ledning svara för den administrativa hanteringen av de uppgifter som kommittén har enligt Regelverket. Sekretariatet ska härutöver ta emot synpunkter angående STIBOR från olika intressenter och föra viktigare sådana vidare till Stiborkommittén. Talesperson för STIBOR är Stiborkommitténs ordförande. Denne kan delegera till sekretariatet eller annan att uttala sig i särskilda frågor. Ramverket liksom namnen på Stiborbankerna och på ledamöterna i Stiborkommittén ska finnas tillgängliga på hemsida som Bankföreningen bestämmer. Varje Stiborbanks inrapporterade räntesatser ska offentliggöras varje bankdag snarast efter det att STIBOR fastställts. Det senaste årets inrapporterade räntesatser ska också offentliggöras. Vidare ska STIBOR för olika löptider under de senaste tio åren finnas tillgängliga. Kraven på lagring och tillhandahållande av STIBOR och inrapporterade räntesatser gäller med början fr o m det datum då Regelverket träder i kraft.

Stiborkommittén ska utforma förslag till avtal om en funktion med uppgift att beräkna STIBOR för olika löptider baserat på de av Stiborbankerna inrapporterade räntesatserna och i enlighet med del 2 ”Regler för inrapportering och beräkning av STIBOR”. Ett sådant *beräkningsombud* ska uppfylla följande krav:

- ha ett säkert system för inrapportering av räntesatser och certifikatpriser;
- ha system, inklusive ett reservsystem, som säkerställer att inrapporterade räntesatser kan tas emot varje bankdag på angivna tider;
- ha system för upptäckt och omgående återkoppling till berörd bank vid avvikelser i rapporteringen;
- vara tillgänglig för frågor från rapportörerna i samband med inrapporteringen (om oklarheter förekommer);
- ha system för att beräkna STIBOR för olika löptider i enlighet med del 2

---

106 Se RF 1:1, A Bohlin & W Warnling-Nerep, *Förvaltningsrättens grunder* 2u (2007) s 14, F Sterzel i L Marcusson (red), *Offentligrättsliga principer* 2u (2012) s 73 och SOU 2010:29 s 143 (“Kravet på stöd i normer omfattar alltså inte bara möjligheten att meddela för den enskilde betungande beslut utan allt beslutsfattande”) och s 147 (det ”går en skiljelinje mellan privaträttsliga subjekts principiella rätt till ett fritt agerande och myndigheternas åligganden att fullgöra bestämda uppgifter i det allmännas tjänst”).

- i Ramverket;
- leverera STIBOR-räntesatserna till informationstjänster på fastlagda tidpunkter varje bankdag;
- lagra och hålla allmänt tillgängliga tidsserier över STIBOR, de enskilda Stiborbankernas inrapporterade räntesatser och certifikatpriser under de senaste tio åren med början från och med det datum då Ramverket träder i kraft; och,
- vid byte av beräkningsombud, kunna överföra samtliga historiska data till ett nytt ombud på ett sådant sätt att uppgifterna fortsatt kan vara allmänt tillgängliga.

Förslag till *ändringar eller kompletteringar av Ramverket* förbereds av Stiborkommittén, som därvid ska samråda med Riksbanken. Finansinspektionen ska informeras om ändringar i Ramverket. Detta förefaller innebära att samråd med Riksbanken är obligatoriskt för Stiborkommittén – rimligen är det detta som är skillnaden mellan att samråda och informera. Frågan är vad konsekvenserna blir om sådant samråd inte äger rum. Frågan kan formuleras som att den gäller huruvida beslut ska fattas *i* samråd eller *efter* samråd. Ett ”hårt” alternativ är att ändringar och kompletteringar inte gäller vid avsaknad av samråd och att Bankföreningens styrelse är förhindrad att behandla frågor om ändringar eller kompletteringar där samråd inte har skett. För detta talar att Ramverket använder det bjudande ”ska” istället för det mildare ”bör”.

### 5.3 REGLER FÖR INRAPPORTERING OCH BERÄKNING AV STIBOR

Räntesatser och beräkning av STIBOR rapporteras varje bankdag. Inrapportering görs med högst tre decimaler för varje löptid som anges nedan. Rapportering ska ske till beräkningsombudet i system och enligt rutiner som överenskommit mellan Stiborkommittén och beräkningsombudet:

- |             |  |
|-------------|--|
| 10.40–10.50 | Rapportering av räntesatser, som under denna period inte är synliga för någon annan än rapportören.  |
| 10.50–10.55 | Samtliga räntesatser är synliga för rapportörerna inom Stiborbankerna. Under denna period kan handel ske enligt vad som anges nedan och rapporterade räntesatser kan korrigeras vid felrapportering. |
| 10.55–11.00 | Beräkning av STIBOR för löptider enligt nedan.   |
| 11.00       | STIBOR och respektive banks rapporterade räntesatser för de olika löptiderna offentliggörs.  |

Ramverket saknar närmare mekanismer för slitandet av tvister mellan Stiborkommittén och beräkningsombudet vad gäller aktuella system och rutiner.

Inrapporterade räntesatser får ändras endast vid felrapportering. Handel är inte en giltig orsak för ändring. En automatisk varningsrutin, som varnar om inrapporterad räntesats avviker mer än +/-30 punkter från föregående dags inrapportering, ska finnas på respektive Stiborbank. Om en Stiborbank inte har rapporterat vid ovan angivna tidpunkter ska påminnelserutiner finnas hos beräkningsombudet. Processen förskjuts då fem minuter för att samtliga banker ska kunna rapportera. Sådan förskjutning kan ske högst tio gånger. Under förutsättning att minst fyra banker därvid har rapporterat beräknas STIBOR.

Om STIBOR inte kan beräknas och/eller offentliggöras för en eller flera av löptiderna enligt ovan beskrivna rutiner, gäller som STIBOR för den aktuella dagen den STIBOR som senast fastställts och offentliggjorts. Löptider för vilka räntesatser ska rapporteras samt handelspoststorlek framgår av *Tabell 3*. Varje Stiborbank har rätt att låna en handelspost per motpart och löptid till respektive motparts rapporterade räntesatser. Dessutom har varje Stiborbank rätt att placera en handelspost per motpart och löptid till respektive motparts rapporterade räntesatser med avdrag av en spread på 15 punkter. Varje bank ska fördela minst två miljarder kronor i motpartslimit per Stiborbank för Stiborhandel. Vad som sägs ovan gäller för Stiborbankerna Danske bank, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken och Swedbank. För att underlätta för fler banker att bli Stiborbanker kan handelsposterna och limiterna för tillkommande Stiborbanker anpassas individuellt efter beslut av Stiborkommittén.

*Tabell 3: Löptider för vilka räntesatser som ska rapporteras samt handelspoststorlek för beräkning av STIBOR (miljoner SEK)*

Löptid	Handelspost
T/N <sup>1</sup>	100
1 vecka	100
<1 månad	100
2 månader	100
3 månader	100
6 månader	100
<sup>1</sup> Tomorrow next: Löptid imorgon till nästa bankdag	

Om limiten utnyttjas helt kan ingen mer handel ske med den motparten. Den Stiborbank som nått limiten måste omgående informera Stiborkommittén därom. Som grund för sin rapportering för varje enskild löptid ska respektive bank använda:

*I första hand:*

- avslut i interbankmarknaden

*I andra hand:*

- noterade interbanknivåer eller
- en korg av Commercial Papers (företagscertifikat) ("CP") och/eller Certificate of Deposits (insättningsbevis) ("CD")<sup>107</sup> bestående av:
  - minst 50 % kronor
  - euro swappat till kronor
  - amerikanska dollar swappat till kronor

Till interbankräntan eller korgen ovan adderas sedan en spread för att komma till en ränta som banken är villig att låna ut på. Spreaden sätts individuellt av respektive bank.

Respektive banks underlag ska kunna styrkas genom transaktioner i interbankmarknaden eller de CP/CD-marknader på vilka banken är aktiv. Om transaktioner saknas ska banken i vart fall tillhandahålla dagligen uppdaterade indikativa CP/CD-räntesatser på löptider upp till tre månader via informationstjänster (t ex Reuters, Bloomberg eller SIX) eller via Market Maker per e-post. Rapportering av räntesats för STIBOR med 6 månaders löptid kan vara en uppskattning och behöver inte kunna styrkas med avslut eller indikativa räntesatser för CP/CD. Varje bank åtar sig att lagra inrapporterat underlag och hålla det tillgängligt för intern och extern granskning under minst tio år. Stiborkommittén tar fram en gemensam mall för hur lagring och regelbunden rapportering till kontrollorgan ska ske. I samband med rapportering av räntesatser för STIBOR ska banken rapportera in indikativa räntesatser för svenska CP för löptider på en, två och tre månader. Beräkningsombudet sammanställer och publicerar dessa på sin hemsida samt förmedlar informationen vidare till informationstjänster.

För att STIBOR ska beräknas och publiceras krävs "minst fyra Stiborbanker". Detta torde innebära att det krävs att minst fyra Stiborbanker har rapporterat in erforderlig information. STIBOR för de olika löptiderna ska då beräknas

<sup>107</sup> Företagscertifikat är löpande skuldebrev med kort löptid medan insättningsbevis är bevis om insättning i bank i form av löpande skuldebrev. Båda sorternas instrument är vanligen i hög grad likvida. För både CD och CP, se H-J Jarchow, *Theorie und Politik des Geldes* 11 u (2003) s 371 ff. En för svenska förhållanden anpassad – men numera något föråldrad – framställning om penningmarknadsinstrumenten är J A Lybeck & G Hagerud, *Penningmarknadens instrument* 4u (1996). Den moderna svenska penningmarknaden diskuteras i Nyberg, Viotti & Wissén (2006).



av beräkningsombudet som ett aritmetiskt medelvärde av inrapporterade räntesatser (avrundat enligt gällande avrundningsprinciper<sup>108</sup>) med tre decimaler. Om antalet Stiborbanker är sex eller lägre ska samtliga inrapporterade räntesatser ingå i beräkningen. Om antalet Stiborbanker är sju eller åtta tas den högsta och lägsta räntesatsen för varje löptid bort före beräkningen. Om antalet Stiborbanker är nio eller fler tas de två högsta och de två lägsta räntesatserna bort före beräkningen.

#### 5.4 REGLER FÖR STIBORBANKERNAS INTERNA STYRNING

Varje Stiborbank ska ha ett *internt regelverk* som anger hur banken ska fullgöra sitt uppdrag som Stiborbank. Regelverket ska beslutas av bankens VD eller av annan person i bankens ledningsgrupp till vilken VD har delegerat uppdraget. VD är ett formellt organ i banken<sup>109</sup> – till skillnad från CFO (se ovan) – varför oklarheter om vem som har att besluta i relevanta avseenden inte torde behöva uppkomma. Regelverket ska innehålla bestämmelser om följande:

- vem som beslutar om den beräkningsmodell som banken använder för att bestämma de räntesatser som rapporteras; i modellen ska anges hur validering av räntesatser ska ske;
- hur och av vem ”en STIBOR-dokumentation ska föras varje dag som räntesatser rapporteras och i vilken ska noteras åtminstone följande uppgifter”<sup>110</sup>:
  - de räntesatser som inrapporterats,
  - vem som har svarat för rapporteringen,
  - eventuella förändringar i beräkningsmodellen ocheventuella frågor från beräkningsombudet eller annan Stiborbank om rapporterade räntesatser;
- hur rapporterade räntesatser ska lagras och hållas tillgängliga för kontrollorgan och revisorer;
- hur uppgifter om transaktioner som ligger till grund för rapporterade räntesatser ska lagras;
- hur banken ska se till att ha ett tillräckligt antal personer för att säkerställa att rapportering kan ske varje bankdag;

---

108 Siffrorna 1, 2, 3 och 4 avrundas nedåt; siffrorna 5, 6, 7, 8 och 9 avrundas uppåt.

109 Bankaktiebolag ska alltid ha en VD (se 10 kap 6 § lagen (2004:297) om bank- och finansieringsrörelse).

110 Här är Ramverket något ogenomskinligt. Detta ska nog förstås sålunda: Det interna regelverket ska innehålla bestämmelser om vem och på vilket sätt de räntesatser som rapporteras ska dokumenteras.

- hur banken avser ge rapportörerna adekvat utbildning;
- hur banken säkerställer att rapportörerna inte tar emot instruktioner från andra personer inom eller utom banken rörande räntesatserna eller svarar på frågor om överväganden inför rapportering av räntesatser;
- hur banken säkerställer efterlevnaden av Ramverket genom löpande interna kontroller; och
- hur banken hanterar intressekonflikter som kan uppkomma i samband med fastställandet av STIBOR.

Bankens interna och externa revisorer samt compliance-funktion<sup>114</sup> bör granska verksamheten.

## 6. AVSLUTNING

Olika index och andra benchmarks – inte minst referensräntor – är av central betydelse för de finansiella marknaderna. Eftersom stor tillit sätts till benchmarks varje dag i ett mycket stort antal enskilda transaktioner som både enskilt och sammantaget uppgår till mycket betydande belopp, är det av stor betydelse för de finansiella marknadernas funktion att tilltron till benchmarks är berättigad. Flera initiativ har därvidlag tagits – i Sverige främst i form av en självreglering under överinseende av Bankföreningen. Både inom EU och nationellt har man emellertid gått längre och tagit steg för att genom offentlig reglering försöka garantera integriteten hos benchmarks. Den närmsta framtiden kommer troligen att medföra flera, kanske betydande, förändringar i villkoren för benchmarks.

114 Enligt 5 kap Finansinspektionens allmänna råd (2005:1) om styrning och kontroll av finansiella företag ska varje bank ha en "funktion för regelefterlevnad", som i de allmänna råden och i dagligt tal inom branschen kallas "compliance" eller "compliance-funktion". Funktionen har till uppgift att utgöra ett stöd för att verksamheten drivs enligt gällande regler. Funktionen bör också, "om det är lämpligt", följa upp regelefterlevnaden. Den bör vidare: löpande informera organisationen om de risker som kan uppkomma i verksamheten till följd av bristande regelefterlevnad; hjälpa till med att identifiera och bedöma sådana risker; biträda vid utformningen av interna regler; informera styrelsen, verkställande direktören och ledningen i frågor om regelefterlevnad; och löpande se till att den personal som berörs får information om nya eller ändrade regler och, om det behövs, får utbildning i nya regelverk. (Se 5 kap 2 f §§ i de allmänna råden.) I råden används verbet "bör" men i verkligheten betyder det "ska", om inte en avvikelse kan motiveras på ett för Finansinspektionens tillfredsställande sätt (se 1 kap 4 § de allmänna råden). Compliance-funktionen i denna mening diskuteras i Ch Strandman Ullrich, *Compliance: roll, organisation, ansvar, uppgifter* (2011). Compliance (eller "corporate compliance") kan också användas i en vidare mening innefattande ett företags organisation och funktion för att säkerställa att företaget motsvarar *alla* de olika krav brott mot vilka kan medföra olika allvarigare nackdelar för företaget och dess organ eller anställda (se K Moosmayer, *Compliance 2u* (2012), H Göring, C Inderst & B Bannenberg (red), *Compliance* (2010), D Auerbach & O Jost, "Bedeutung und Aufgaben der Compliance-Funktion" i K J Hopt & G Wohlmannstetter, *Handbuch Corporate Governance von Banken* (2011) s 652 och Ch E Hauschka (red), *Corporate Compliance. Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen 2u* (2010)).

Manipulation av benchmarks torde redan idag vara kriminaliserat, t ex som marknadsmanipulation (se ovan) – ny reglering torde således inte vara motiverat mot hänsyn till de manipulationer som har förekommit. I den mån reglering av benchmarks ökar chansen för att rättsvårdande myndigheter får upp ögonen för manipulationerna är regleringen att välkomna. Däremot torde förhoppningar om att offentlig reglering i och för sig eller i avsevärd grad kommer att förbättra kvalitén på benchmark vara något malplacerade. Ett mer realistiskt tillvägagångssätt torde vara att uppmuntra inte nödvändigtvis flera men *olika* benchmarks så att de olika referenspunkterna – som var och en med nödvändighet alltid kommer att vara begränsade – genom att komplettera varandra sammantaget kan förbättra kvalitén på den information som finansmarknaderna använder. Benchmarks präglas dock av starka nätverkseffekter, varför offentliga åtgärder för att vidga eller annars modifiera användningen av benchmarks alltid kommer att ha begränsad framgång.

Regleringen av benchmarks ska också sättas i relation till den övriga mycket omfattande – och ofta yviga och illa samordnade – offentliga nyregleringen av de finansiella marknaderna. Regelbördan växer mycket snabbt – och varje krona som spenderas på att efterleva offentliga regleringar är en krona mindre att satsa i produktiv verksamhet. 🙄