



ANFÖRANDE

DATUM: 2004-08-26
TALARE: vice riksbankschef Lars Nyberg
PLATS: Sjöfartshuset, Stockholm

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

■ Hur uppstår intressekonflikter i universalbanker och vilka är argumenten att separera investment och commercial banking?

Jag vill börja med att tacka Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Finansinspektionen för att de har tagit initiativet till detta seminarium. Vi har inte minst under det senaste året sett hur viktigt det är att intressekonflikter i den finansiella sektorn diskuteras öppet och ingående. Min förhoppning är att detta seminarium ska bidra till att analysen av var problemen ligger fördjupas ytterligare.

Den aktuella diskussionen har uppstått i sviterna efter en del internationella företagskandaler. Det räcker kanske att nämna namn som Enron, WorldCom och Skandia för att visa hur mycket elände intressekonflikter kan ställa till med.

I Sverige är det framför allt två intressekonflikter som har uppmärksamats, även om det finns många andra väl så allvarliga. För det första har många försäljare av olika finansiella tjänster i banker och försäkringsbolag av tradition presenterats som placeringsrådgivare snarare än säljare. Risken för intressekonflikt ligger i att deras investeringsförslag har utformats mer för att främja säljarens eller företagets intresse än för att tillfredsställa investerarens behov. Det andra exemplet kommer från livförsäkringsbranschen. När livförsäkringsbolaget köper tjänster av sakförsäkringsbolaget kan det finnas incitament att avvika från en korrekt internprissättning, speciellt när den ena delen är ett ömsesidigt bolag och den andra är ett vinstmaximerande företag. Ett annat problem i ett försäkringsbolag är hur ett överskott – eller underskott – ska fördelas mellan olika försäkrade grupper. Frågan är till exempel om nuvarande pensionärer ska vara med och dela bördan av försäkringsbolagets sämre avkastningar eller om de har fått nivån på sina utbetalningar garanterade.

Idag har vi dock samlats för att tala om intressekonflikter i banker och jag har lovat prata om den klassiska konflikten mellan affärsbanksverksamhet och invest-

ment banking. Den konflikten ligger i universalbankens dubbla roll som långgivare och investeringsrådgivare. Om en banks låntagare får försämrade ekonomiska utsikter, kan banken minska sin kreditrisk genom att hjälpa till med aktieemissioner med mera. I USA har denna intressekonflikt varit aktuell i många decennier, men här i Sverige är den knappast uppmärksammas. Det finns anledning att fråga sig varför skillnaderna är så stora och det återkommer jag till.

Ett annat exempel, som nyligen lett till lagstiftning i USA, är analytikernas roll i investment banking. En analytiker ska ge placeringsråd till investerarna, men om banken är mer intresserad av att skaffa uppdrag till sin corporate finance verksamhet än att värna investerarens intressen kan det påverka den bedömning som analytikern presenterar. Här ska traditionellt finnas en "kinesisk mur" men denna har nog på sina håll varit ganska låg och kanske också över tiden vittrat en del.

Innan jag går vidare med det som är bankspecifikt vill jag säga några ord om intressekonflikter generellt och hur de kan hanteras – i den utsträckning de nu ska hanteras. Jag tänker sedan gå in mer specifikt på intressekonflikterna mellan olika typer av bankverksamhet speciellt mot bakgrund av utvecklingen i USA. Slutligen drar jag några slutsatser för Sveriges räkning.

Att olika personer har olika intressen är helt naturligt. En köpare och en säljare har normalt olika intressen i en affärstransaktion. Just skillnaden i intresse är en av de viktigaste drivkrafterna i en marknadsekonomi. Intresseskillnaden övergår i en intressekonflikt först när en person eller organisation ska tillvarata flera olika intressen och kan främja ett intresse framför ett annat. Intressekonflikter baseras därför på en agency-relation. Sådana intressekonflikter finns inom så gott som alla verksamheter. Anställda ska normalt arbeta för företagets bästa men kan i vissa sammanhang ha egna intressen som kommer i konflikt med företagets bästa. Divisionschefer inom en koncern kan ha intresse av att främja sin egen division snarare än hela koncernen. En företagsledning har inte alltid samma målfunktion som aktieägarna. Många av dessa intressekonflikter är vanliga och helt naturliga inslag i verkligheten och utgör sällan problem. Det är viktigt att ha detta i åtanke när åtgärder för att hantera olika intressekonflikter diskuteras.

Detta innebär inte att intressekonflikter inom finansiell verksamhet är ointressanta, tvärtom. Den intressanta frågan är emellertid vilka intressekonflikter som är verkliga problem och vilka som inte är det.

De problemfria konflikterna är de där incitamenten att otillbörligt gynna ett intresse framför ett annat är små. De flesta anställda är till exempel oftast lojala mot sin arbetsgivare – annars riskerar de jobbet. Ett företag som inte tillvaratar sina anställdas och kunders intressen riskerar att få dåligt rykte och förlora konkurrenskraft.

Andra intressekonflikter är mer problematiska. När en aktör har stora incitament att gynna någon på någon annans bekostnad kan det finnas utrymme för någon form av regler. Många företag har också etiska riktlinjer och regler som hanterar de fall där incitamenten att ta andra hänsyn är som störst. Diskussionen kring corporate governance är ett exempel på hur marknaden försöker hitta lösningar

■ på olika intressekonflikter. Inte heller här behövs det normalt någon reglering från myndigheternas sida. Ofta räcker det med kontrakt mellan parterna eller att det skapas normbaserade standarder i branschen.

De samhällsekonomiskt viktiga intressekonflikterna har dock ytterligare en dimension. Att främja någon på någon annans bekostnad innebär oftast en omfördelning av ekonomiska resurser. Det kan vara moraliskt tvivelaktigt men medför inte alltid stora samhällsekonomiska kostnader. Ett större problem är det när intressekonflikterna döljer eller förvränger information. Det medför att realekonomiska beslut fattas med sämre eller felaktigt underlag. De senaste årens skandaler är allvarliga just eftersom de personer som skulle förse investerare med vederhäftig information hade incitament att dölja denna för att främja sina egna eller sitt företags intressen.

Det är precis den finansiella sektorns roll som informationsbärare i ekonomin som gör finansiella intressekonflikter speciellt intressanta. Det är människor i den finansiella sektorn som bedömer vilka företag som är livskraftiga och vilka som därför kan få tillgång till kapital för att växa. Om intressekonflikter inom de finansiella företagen stör denna kontrollfunktion kan det medföra stora samhällsekonomiska kostnader.

Vilka åtgärder kan då vidtas för att säkerställa att intressekonflikter inte leder till att finansiella aktörer döljer, förvanskar eller felaktigt använder information? Det finns några olika potentiella lösningar. Jag har redan konstaterat att marknaden själv ofta kan lösa problemen. Detta kan till exempel ske genom att kunder ställer krav på information om olika intressekonflikter. Insamlingen och distributionen av information är dock inte gratis. Och eftersom information har drag av kollektiv vara finns det en risk att marknadslösningen genererar för litet information. Det kan därför i vissa sammanhang behövas regler om att information om intressekonflikter måste offentliggöras. Regler om ökad genomlysning av olika personers incitament kan begränsa effekterna av olika intressekonflikter. Det hjälper utomstående personer att bedöma kvaliteten i den information som lämnas. En mer drastisk lösning är att kräva att verksamheter utsatta för intressekonflikter bedrivs i olika företag eller till och med i olika koncerner. Glass-Steagall-lagen i USA innebär till exempel att investment banker och affärsbanker måste vara legalt separerade.

Det finns dock tydliga nackdelar med att via reglering tvinga fram en separation av olika verksamheter. All reglering medför också kostnader – både explicita och implicita. Det är viktigt ur samhällsekonomisk synvinkel att dessa kostnader inte överstiger nyttan med regleringen. En kostnad med att separera olika verksamheter är att detta försvårar eller gör det omöjligt för finansiella intermediärer att tillvarata synergier och stordriftsfördelar.

Ett tydligt exempel på detta finns just i den konflikt mellan traditionell affärsbanksverksamhet och investment banking som är mitt ämne idag. En bank som lånar ut till ett företag får normalt under kreditprocessen tillgång till speciell information om företaget – information som inte är publikt tillgänglig. Banken gör en investering i information om företaget och får därför normalt ett informa-

■ tionsövertag i förhållande till andra banker och utomstående intressenter. Denna investering kan också innebära att banken på ett effektivare sätt kan erbjuda företaget tjänster inom investment banking. Att ett företag som ska skaffa kapital på kapitalmarknaden har tillgång till bankkrediter ses ofta också av marknaden som en positiv signal. Det innebär ju att en professionell aktör har analyserat företaget och funnit att det är kreditvärdigt, det vill säga varit villigt att riskera egna pengar i det. Informationen om krediten fungerar som en kvalitetssignal eller certifiering.

Samtidigt uppstår möjligheter att utnyttja intressekonflikter när en bank fungerar både som kreditinstitut och rådgivare eller garant i emissioner. Om utsikterna för ett företag som har lån hos banken försämrats, kan det ligga i bankens intresse att avhända sig en del av kreditrisken genom att bistå företaget med en aktieemission. På detta sätt kan banken övervältra en del av kreditrisken på aktieplaceringarna. Ur samhällsekonomisk synvinkel måste det ske en avvägning mellan möjliga effektivitetsvinster och risker för utnyttjande av intressekonflikter. Om det fordrar lagstiftning eller inte beror på hur allvarlig intressekonflikten är och hur stora incitamenten är att gynna egna intressen.

De amerikanska exemplen

Konflikten mellan att utnyttja stordriftsfördelar och att begränsa intressekonflikternas skadliga inverkan har en lång tradition, speciellt i USA. Efter turbulensen på aktiemarknaden 1929 diskuterades dessa intressekonflikter intensivt. Nu när intressekonflikterna åter är i fokus är det efter en ny kris på aktiemarknaden. Det verkar som om färre bryr sig om dessa intressekonflikter när avkastningarna är höga.

Det amerikanska 30-talsexemplet började redan i mitten på 1920-talet då aktiekurserna steg rejält. Många som köpte under denna period var övertygade om att denna långa uppgång utgjorde en ny epok med permanent högre avkastning. Så småningom spred sig insikten om att det inte kunde fortsätta uppåt i samma takt och börserna föll kraftigt hösten 1929. Fallet fortsatte under flera år. Efter tre år återstod endast 15 procent av värdet. Många investerare kände sig lurade av bankerna som hade sålt aktierna och obligationerna till dem. I flera fall var det de nya universalbankerna som hade varit mest aktiva med att förmedla värdepappren. Dessa universalbanker kombinerade traditionell bankutlåning med olika former av investment bank aktiviteter. Genom att använda stordriftsfördelar från dessa olika delar kunde de erbjuda konkurrenskraftiga priser – men också utnyttja olika intressekonflikter.

När priserna föll beskylldes bankerna för att ha bidragit till emissioner av värdepapper av tvivelaktig kvalitet och för att i prospekten ha utmålat en för ljus bild av företagets framtid. Affärsbankerna anklagades också för att ha konverterat lån av bristande kreditvärdighet till aktier genom att bidra till emissioner där aktier såldes till en oinformerad allmänhet. Vidare hävdades att vissa företagsledning hade skott sig själva och sina familjer på olika sätt.

■ Även om det var svårt att föra i bevis att bankerna medvetet och systematiskt hade vilselett allmänheten avslöjades att ledande personer i olika banker hade tjänat stora belopp på kundernas och i vissa fall bankens bekostnad. Detta bidrog till att den så kallade Glass-Steagall regleringen infördes i USA 1933. Regleringen innebar krav på en fullständig legal separation av affärsbanker och investment banker. En affärsbank fick inte ingå i samma koncern som en bank som huvudsakligen bedrev verksamhet på värdepappersmarknaderna.

Under 1960-talet och 1980-talet luckrades dock regleringen i USA successivt upp. Affärsbanker fick allt större möjligheter att bedriva investment bank verksamhet om än i begränsad skala. Under 1990-talet i USA uppstod en debatt om hur långt dessa undantag kunde gå och om universalbankens vara eller inte vara. Ett antal vetenskapliga studier visade att i den "trade-off" som fanns mellan att utnyttja skalfördelar inom olika typer av bankverksamhet och att öka riskerna för utnyttjandet av intressekonflikter så övervägde nyttan av skalfördelarna. Till exempel visade det sig att de aktier och företagsobligationer som emitterades mellan januari 1927 och september 1929 hade en lägre avkastning om de hade emitterats via en affärsbank än om de hade emitterats via en investment bank. Det tydde på att investerarna krävde en lägre riskpremie om det var en affärsbank som hade lett emissioner än om det var en investment bank. Investerarna tycks ha litat mer på affärsbankerna och rädslan för utnyttjande av intressekonflikterna tycks inte ha dominerat. Störst tilltro till emissionen tycks investerarna ha haft när affärsbanken la ut sina investment bank aktiviteter i ett separat bolag. Det tyder på att investerarna var medvetna om intressekonflikterna men att man ansåg att affärsbankernas högre förmåga till certifiering övervägde. 1999 togs dessa regleringar helt bort i USA genom den så kallade Gramm-Leach-Bliley-lagen.

Efter det fall i aktiepriser vi bevittnat under de senaste fyra åren har fokus i den allmänna debatten åter hamnat på de intressekonflikter som finns mellan olika delar av en banks verksamhet. Avskaffandet av alla delar av Glass-Steagall ifrågasätts nu och krav har åter rests på olika typer av regleringar.

Vad har detta för bäring på Sverige?

Frågan är vad vi i Sverige kan lära av det amerikanska exemplet. Enligt min mening visar det att det finns potentiellt farliga intressekonflikter mellan traditionell affärsbanksverksamhet och investment banking. Frågan är om vi i Sverige behöver göra något åt dem. Kan de hanteras via marknaderna, via branschnormer eller krävs det någon form av offentlig reglering? Jag drar fyra slutsatser.

Låt mig ta den viktigaste slutsatsen först. Jag tror inte att det är lämpligt att via regleringar förbjuda samröre mellan traditionella affärsbanker och investment banker. Jag tror inte heller att det i dagsläget är nödvändigt att införa regleringar som tvingar fram olika juridiska enheter för investment banker och traditionella affärsbanker. De bör som idag kunna vara avdelningar i samma juridiska enhet. Det finns två argument för denna ståndpunkt. Det första argumentet mot att reglera fram en åtskillnad mellan olika bankverksamheter är att det kan begränsa de positiva stordriftsfördelarna och synergierna. Det andra argumentet är att det

■ inte har framkommit att intressekonflikterna mellan de delar av våra svenska banker som bedriver investment banking verksamhet och traditionell utlåning har lett till missbruk.

Man kan naturligtvis spekulera i varför missbruk av denna typ av intressekonflikter inte förekommer på samma sätt i Sverige som i USA. Jag har inte ett entydigt svar. Det finns dock ett par institutionella skillnader. Aktiemissioner i Sverige har sällan varit garanterade eller syndikerade på samma sätt som i USA. De svenska investment bankernas roll i aktieemissionerna har därför ofta varit mindre omfattande än i USA. Det kan ha begränsat problemet.

En annan institutionell skillnad är att bankmarknaden är mer koncentrerad i Sverige. Det gör möjligen bankerna mer måna om sitt förtroende än i USA. Om en svensk bank skulle vältra över egna kreditrisker på investerarna vid en emission är risken större att det avsevärt skulle försämra bankens förtroendekapital. Antalet stora svenska investerare är inte så många och det skulle snabbt bli känt om någon av dem kände sig lurad. Incitamenten att utnyttja intressekonflikten har helt enkelt varit lägre här än i USA. Det betyder inte nödvändigtvis att svenska bankmän är hederligare än amerikanska, bara att fördelarna med att utnyttja intressekonflikten är mindre och kostnaderna högre.

Min andra slutsats är att det är viktigt att alla intressekonflikter av betydelse diskuteras öppet och i offentligheten. Det finns berättigade krav på vederhäftig information om låntagare och emittenter, men även om de åtgärder bankerna har vidtagit för att stävja ett utnyttjande av intressekonflikter. I de flesta fall tror jag att relevanta marknadslösningar finns, så länge intressekonflikterna är tydliga.

För det tredje vill jag uppmana de svenska bankerna att noga följa den internationella utvecklingen inom compliance – rutiner för att säkra att interna och externa regler följs. I många fall har kraven skärpts betydligt under senare år och det är viktigt att grundligt utvärdera utvecklingen i andra länder. Den kinesiska muren är till exempel reparerad i USA och högre än någonsin. Där har det skett via lagstiftning. Om de svenska bankerna själva kan lösa problemen återstår att se.

För det fjärde tror jag att tillsynsmyndigheterna har en viktig roll när det gäller att identifiera och övervaka potentiella intressekonflikter. Det har också Finansinspektionen börjat göra i ökad utsträckning, inte bara för banker utan för hela den finansiella sektorn. Även om marknaden själv klarar att hantera de flesta intressekonflikter kan det ta tid innan praxis etableras. Erfarenheten visar också att goda vanor och god etik tunnans ut förfärande snabbt i vissa marknadslägen. Här kan tillsynsmyndigheten hjälpa till att utveckla och bevara förtroendet för hela den finansiella sektorn.

Tack för er uppmärksamhet.