Låneportföljförvaltning:

Bra eller dåliga nyheter för den finansiella stabiliteten?

ANTHONY M. SANTOMERO
Anthony M. Santomero, Senior Advisor på McKinsey & Company, var tidigare chef för Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Banker fungerar som mellanhänder mellan insättare och låntagare. Dessa mellanhänder har av tradition ansetts vara nödvändiga för att uppnå en effektiv resursfördelning på finansmarknaderna. Trots bankernas stora betydelse är rollen som mellanhand dock förbunden med stora risker. Banker har tidigare varit tvungna att hålla lån de har beviljat fram till förfallodagen och därför fått bära betydande kreditrisker och ränterisker. De har normalt inte haft någon större kontroll över blandningen eller koncentrationen av branscher i sina låneportföljer. Låneansökningar har prövats allt eftersom de har lämnats in och bankerna har normalt bara haft obligationsmarknaden som ett möjligt alternativ för investeringar av tillgängliga medel.

Det fanns en viss logik i detta gamla system. Om informationen om låntagaren och hans projekt var knapphändig kunde bankerna köpa och hålla en direkt långsiktig andel i specifika investeringsprojekt och på så sätt demonstrera sitt stöd och sin avsikt att följa dem även efter den inledande investeringen. Utvärdering, uppföljning och finansiering av riskfyllda lån var alla delar i den övergripande utlåningsprocessen.

Utvecklingen på lånemarknaden har emellertid lett till en förändring bort från den traditionella "köpa och behålla"-modellen. Framväxten av en djupare och mer likvid marknad för bankkrediter har fått instituten att betrakta sina låneportföljer som något de kan styra över, som något de kan och bör förvalta. Detta har lett till stora förändringar av hur lån beviljas och förvaltas av finanssektorn.

Det finns de som mot bakgrund av händelser på senare tid undrar om de förändringar som vi ser när det gäller bankernas utlåning främjar eller skadar det finansiella systemets stabilitet. Det är denna fråga som jag här ska behandla, och den är också en av de frågor som står i fokus för denna konferens.

Förändringens krafter på lånemarknaden…

En diskussion om hur företagsutlåningen har utvecklats måste börja med konstaterandet att det har funnits flera krafter som har verkat på denna marknad och påverkat hur banksektorn förmedlar finansiering till företagssektorn.

Den viktigaste av dessa krafter är det faktum att information har blivit billigare och i stort sett allmänt tillgänglig på finansmarknaden. Upplysningar om större låntagare kan idag enkelt skaffas fram av praktiskt taget alla intresserade investerare, vilket har minskat värdet av både låneprövningar för stora institutionella låntagare och löpande låneuppföljning. Därmed inte sagt att det inte har inträffat förluster – det har det förvisso! Under det senaste decenniet har kreditmarknaden drabbats av flera spektakulära störningar: krisen i Asien, krisen i Ryssland och Enrons och Worldcoms kollapser var smärtsamma erfarenheter som påminde oss om att kreditgivning innebär en risk för förluster. Men dessa händelser var åtminstone offentliga och kunde inte längre döljas i bankernas dunkla balansräkningar.

En annan förändring på marknaden för företagslån var den stora ökning av marknadslikviditeten som ägde rum det senaste decenniet. Marknaderna har sedan 2001 haft mycket gott om likviditet, vilket delvis varit resultatet av en samordnad politik av centralbanker världen över. Den ökade likviditeten gjorde att antalet långivare och tillgängliga belopp på marknader runt om i världen steg markant. Följden blev lägre krav på låntagare och snävare räntepåslag för kreditriskerna på lånemarknaderna, vilket minskade priset på risker.

Samtidigt stod lagstiftarna för en tredje förändringskraft. Dagens regelmiljö och de nya Basel II-bestämmelserna kräver att större vikt läggs vid riskhanteringsförmåga och riskkänsligt kapital. Det är väl känt att de nya reglerna förutsätter mer sofistikerade mått på bankernas exponering, men de kan också i hög grad ha ändrat incitamenten för många reglerade institut. Det finns de som hävdar att de nya reglerna har gjort det betydligt mindre attraktivt att hålla vanliga företagslån på en banks balansräkning.

En annan viktig förändringsfaktor har varit tekniken. Överallt har företagens finansavdelningar utökat sina arsenaler av verktyg för att värdera och prissätta risker. Bättre modellmetoder och ökad tillgång till data har lett till en noggrannare och mer sofistikerad prissättningsprocess för alla typer av finansiella produkter. Metodutvecklingen har gjort att det har blivit lättare att uppskatta sannolikhet och kostnader för fallissemang och att mäta och spåra korrelationer mellan låntagare i kreditportföljen. Dessa nya kreditanalysmetoder förändrar också förhållandet mellan låntagaren

och långivaren genom att göra dem till två parter i en "armlängdstransaktion" och minska betydelsen av ett långsiktigt förhållande.

Investerare som inte är banker har delvis på grund av alla dessa förändringar börjat se det som alltmer attraktivt att hålla banklån i sina portföljer. Banklån har i själva verket utvecklats till en trovärdig separat tillgångsklass. Dessa krediter är idag mer likvida och alltmer omsättbara. Sedan millennieskiftet har till exempel intäkterna från CDO (*collateralized debt obligations*) och handeln med lån växt med totalt 31 procent respektive 11 procent årligen. Och nya typer av investeringar, i exempelvis CDO och hedgefonder, dominerar numera den primära institutionella marknaden.

I denna miljö har skillnaden mellan lån och obligationer suddats ut och, än viktigare, skillnaden mellan kreditrisk och marknadsrisk blivit otydlig. I likhet med andra tillgångsklasser förändras värdet på lån hela tiden till följd av förändringar i marknadens riskfaktorer, såsom växelkurser, räntor, aktiekurser och spreadar, liksom deras volatilitet och korrelationer.

Förvaltningen av låneportföljer håller på att förändras…

För de finansiella instituten har alla dessa faktorer medfört att de har fått en infrastruktur för att bättre analysera och förvalta sina låneportföljer med stora företagslån, samtidigt som de har tvingats ompröva synen på sina låneportföljer. Idag kan banker utforma och bygga upp en låneportfölj med en vald risk/avkastningsprofil utifrån de möjligheter som marknaden erbjuder. De kan köpa och sälja lån eller delar av lån. De kan ansluta sig till grupper för syndikerade lån, samla lånen i strukturer för värdepapperisering, som CLO (*collateralized loan obligations*) och CDO, eller köpa och sälja kreditderivat för att ändra sin exponering mot vissa företag eller branscher. Den så kallade aktiva låneportföljförvaltningens ökade inflytande och flexibilitet gör att bankernas utlåning och låneportföljförvaltning måste ses i ett nytt perspektiv.

Det viktigaste i detta nya perspektiv är att värdekedjan inom företagsutlåningen har delats upp i olika delar. Utlåning omfattar numera minst två separata verksamheter som sköts av särskilda avdelningar inom institutet. Stora institut skiljer mellan *låneförmedling och skuldbetalningar* å ena sidan och *portföljförvaltning* å den andra. Detta leder till större transparens eftersom varje funktion kan vara specialiserad och hållas ansvarig för sitt bidrag till bankens lönsamhet.

När låneförmedling och skuldbetalningar skiljs från finansieringssidan av verksamheten blir fördelarna av att varje transaktion värderas till mark-

nadspris bland annat mer disciplinerade kreditbedömningar, noggrannare prissättningsstrategier, bättre distribution och ökad inriktning på affärer som genererar högre vinster. För portföljförvaltarna kan uppdelningen resultera i en bättre diversifiering, bättre kapitalfördelning och kanske lägre kapitalkostnader. En motiverad portföljförvaltningsavdelning skapar nya och vidareutvecklar produkter för att tillgodose investerarnas behov och bygga upp en optimal portfölj. Portföljförvaltarna kan dessutom vara motiverade att leta reda på säkringsmöjligheter på andrahandsmarknader så att kapital kan frigöras och omfördelas till nya tillväxtmöjligheter.

Men en aktiv låneportföljförvaltning innebär utmaningar för låneförmedlande institut…

För de institut som beviljar krediterna medför det nya synsättet nya utmaningar och problem. De banker som skapar dessa skuldinstrument måste för det första vara mycket mer fokuserade på sina mål på lånemarknaden. På den gamla tidens passiva lånemarknad växte låneportföljer över tiden och var resultatet av geografi, konjunkturcykeln eller ett respektabelt Rotarymedlemskap. Idag kan och måste banken aktivt besluta vilka krediter som ska behållas till förfallodagen, vilka som ska säljas och vilka som ska ändras direkt eller indirekt med hjälp av olika typer av derivat. I denna nya värld måste banken i själva verket välja kreditportfölj.

Detta ger upphov till ett annat problem, nämligen frågan om hur den nya funktionens resultat ska mätas. Det behövs resultatmått för att nå framgångar och utforma lämpliga incitamentsystem. Måtten är beroende av vilka mål banken har för sin låneportföljförvaltning.

En tredje fråga rör samordningen inom institutet. I en miljö där låneförmedlingen är skild från låneportföljförvaltningen måste institutet bestämma exakt vilket förhållande som ska råda mellan dem som förvaltar låneportföljen och dem som ansvarar för låneförmedling och skuldbetalningar. När en integrerad process delas upp i separata aktiviteter uppstår betydande samordningsproblem. I synnerhet kan portföljförvaltarens diversifieringsmål ibland stå i konflikt med bankens förmåga att skapa ett priviligierat förhållande till enskilda låntagare och dra nytta av sin informationsfördel.

Bankerna tar sig an dessa utmaningar…

En undersökning som McKinsey genomförde nyligen bland globala finansiella institut kastar en del ljus över hur banker i Nordamerika och Europa hanterar dessa frågor. De trettiotre institut som ingick i undersökningen tillhör de största globala aktörerna och angav förlustbegränsning som det

absolut viktigaste målet för deras aktiva låneportföljförvaltning. För de flesta av dem var bättre likviditet ett annat viktigt mål. Vinstgenerering genom en aktiv låneportföljförvaltning ansågs vara relevant men mindre viktigt jämfört med annat. Trots att de flesta instituten insåg behovet av ett noggrant system för resultatstyrning hade intressant nog få av dem inrättat ett sådant system.

Många av dem verkade fortfarande ha svårt med separeringen av låneförmedling och portföljförvaltning inom en och samma organisation. De europeiska deltagarna verkade som grupp ha lättast att acceptera denna uppdelning, medan många av deras amerikanska motparter var emot den. För européer är det finansavdelningen som är motsvarigheten till den funktion som hanterar ränterisken genom en aktiv styrning av balansräkningen (ALM-funktionen). Den är separat och skild från verksamheten. Majoriteten av de amerikanska bankerna ansåg att en aktiv låneportföljförvaltning erbjuder diversifierings- och likviditetsfördelar, men de har varit ovilliga att skilja låneförmedlingen från finansieringen. Den sistnämnda gruppen anser att det verkliga värdet av aktiv låneportföljförvaltning är att portföljens egenskaper förbättras genom att deras portföljer utökas med marknadstransaktioner, inte att de två verksamheterna skiljs åt. Många banker uppmanar sina portföljförvaltningsavdelningar att acceptera alla lån som genereras av låneförmedlingsavdelningen och uteslutande rikta in sig på att genomföra de marknadstransaktioner som är lämpliga för att förändra portföljens risk/avkastningsprofil.
Undersökningen tyder på att detta har lett till framväxten av två allmänna modeller av aktiv låneportföljförvaltning inom banksektorn.

Men fler utmaningar återstår för bankföretagen…

Båda grupperna inser emellertid att det finns två olösta frågor. Den första utmaningen är att anpassa de två avdelningarnas system för resultatmätning och incitament så att de överensstämmer med bankens mål. Det är naturligtvis viktigt att undvika intressekonflikter mellan kreditgivning och portföljförvaltning. Det är den ursprungliga kvaliteten på de lån som banken beviljar som avgör portföljförvaltningens möjligheter att minimera förluster. Därutöver är det viktigt att korrekt mäta varje avdelnings bidrag och se till att det avspeglas i resultatutvärderingen. I detta sammanhang kan låneöverföringsmekanismen mellan kreditgivningsavdelningarna och portföljförvaltningsavdelningen spela en central roll. Ett bra incitamentsystem bör även främja att de två avdelningarna utbyter information, när detta är tillåtet. Portföljförvaltningens förmåga att förvalta portföljen på ett bra sätt är beroende av vilken information den har om enskilda lån. Det är dock kreditgivningsavdelningarna som i praktiken sköter kontak-

terna med låntagare och som är bättre informerade om deras aktuella ställning. De måste därför få incitament att dela med sig av all relevant och lämplig information till portföljförvaltningsavdelningen. Genom att dela upp utlåningsprocessen kan bankerna utforma mer flexibla och riktade incitamentsystem, även om det kan innebära att processen blir mer komplicerad. Det är därför föga överraskande att McKinseys undersökning visade att det fortfarande inte finns några färdiga standardmetoder för resultatmätning som syftar till att skilja mellan olika affärsenheters resultat och fördela vinster mellan dem.

Det andra olösta problemet är i vilken utsträckning instituten kan utvidga portföljförvaltningsmetoderna till att omfatta hela kreditportföljen. Aktiv låneportföljförvaltning har hittills varit begränsad till den stora företagsmarknaden, där särskilda informationsfördelar inte är spelar lika stor roll och det är lättare att få tillgång till likviditet. Lån till stora företag utgör i normala fall dock en ganska liten andel av bankernas låneportföljer. Utmaningen är att utvidga den aktiva låneportföljförvaltningen till marknaden för små och medelstora företag och rörelsekrediter. Detta är svårare än man kan tro eftersom detta segment av portföljen brukar kräva särskild uppföljning. Det är naturligtvis också svårare att utveckla likvida marknader för dessa risker. Trots det kan banker med starka strukturer och bra distributionsgrupper kunna utveckla nya metoder att göra dessa tillgångar likvida. Om detta skulle visa sig vara möjligt skulle finansmarknaderna kunna finansiera även dessa företag.

Och aktiv låneportföljförvaltning skapar utmaningar för de slutliga investerarna…

För institutionella investerare på denna marknad skapar handeln med lån, köp av CLO, CDO och deltagande i kreditderivat både nya utmaningar och nya problem. För det första har investerare idag en uppsjö strukturer och dussintals olika tillgångstyper att välja bland. Varje tillgångstyp har sina särskilda egenheter i fråga om prissättning och villkor och var och en av dem uppvisar en helt egen volatilitet vid olika ekonomiska störningar.

Detta har framgått tydligt i samband med händelser på senare tid och visat hur osäkra värderingar kan vara i vissa stresscenarier. Nyheterna om svårigheterna att prissätta en del fonder har gjort detta fullständigt klart. De tycks även visa att marknaden inte är lika nöjd med "mark to model"-värderingen av dessa komplicerade instrument som en del hade trott. Båda dessa problem har lett till att information på senare tid har antytt att marknadens likviditet och underliggande finansiella stabilitet kan påverkas negativt av innovationerna inom bankernas utlåning, åtminstone under en viss tid och i samband med vissa händelser.

Detta har gett upphov till ett annat problem beträffande trenden mot aktiv låneportföljförvaltning, nämligen huruvida de tillgångsvärden som redovisas i de största finansiella institutens balansräkningar är korrekta. Medan insynen i tillgångsportföljer idag är tämligen begränsad till följd av trenden att handla med och omvandla skuldinstrument till alltmer komplicerade tillgångar, menar en del att balansräkningarna för de institut som är huvudaktörerna på denna marknad kan vara suspekta. Eftersom tillgångar är svårare att få grepp om på distans kan de stora institutens balansräkningar kort sagt vara mindre transparenta till följd av trenden mot låneportföljförvaltning. Det är ett argument som tycks ha stöd i den betydande omvärdering av marknadsvärdet för alla finanssektorns deltagare som ägde rum efter den senaste tidens händelser.

Det har helt enkelt blivit svårare att fastställa vilken kreditrisk som ligger i olika portföljer och hur dess värde förändras vid ekonomiska störningar än det var förr när låneportföljerna var mer okomplicerade.

Kontentan av alla detta…

Marknaden för banklån har mognat. Banklånen utgör numera en separat tillgångsklass och deras attribut kan delas upp och köpas och säljas var för sig på alltmer likvida marknader. Sortering och ompaketering av fordringar med olika risker baserade på olika skuldinstrument har lett till att nya tillgångsklasser har uppstått, till exempel CDO, CLO och olika strukturerade skuldinstrument, för att inte tala om den kraftiga tillväxten av olika typer av kreditderivat.

Detta har lett till att alla större finansiella institut har utvecklat en aktiv portföljförvaltning. Exakt vad som ryms under denna rubrik varierar mellan instituten och metoderna fortsätter att utvecklas. Ett par saker står dock klara. Värdekedjan inom företagsutlåningen håller på att delas upp genom att låneförmedling och skuldtjänst skiljs från portföljförvaltning. Det är fortfarande omtvistat hur aktiv låneportföljförvaltning bäst ska bedrivas, och det kan mycket väl hända att det beror på bankens specifika inriktning och på dess särskilda informationsfördelar beträffande sina kunder. Utvärderingen av de två separata avdelningarnas resultat blir hur som helst allt viktigare, liksom bankens strategi för att betjäna sina kunder och skydda sin solvens i denna riskfyllda miljö.

Detta har också lett till en betydligt större handel med olika skuldinstrument och deras derivat. Händelser på senare tid tyder på att finansmarknaderna fortfarande är lite osäkra på värdet av dessa tillgångar och deras implicita prisvariationer vid ekonomiska störningar som den vi nyss upplevde. Tvärtemot förväntningarna blev vissa marknader mindre snara-

re än mer stabila, vilket berodde på osäkerheten om värderingar och den plötsliga nedgången i likviditet.

Vart är vi då på väg? Det är en svår fråga. Kanske ger de senaste händelserna en fingervisning. De tyder på att även om vi har gjort tillgångar mer omsättbara har vi inte nödvändigtvis gjort deras värde mer transparent. Dagens tillgångsportföljer med olika typer av krediter och kreditderivat blir allt mer komplexa, vilket kräver större transparens och bättre rapportering. Detta bör vara agendan för nästa decennium.