Euron och svensk bostadsfinansiering

Av Margareta Kettis och Lars Nyberg
Verksam vid betalningssystemavdelningen respektive vice riksbankschef.

En av tankarna med den europeiska valutaunionen (EMU) är att skapa en mer effektiv marknad för varor och tjänster, där konkurrensen ökar och konsumenterna får bättre produkter till lägre priser. I denna artikel diskuteras hur EMU och eurons införande kan komma att påverka den svenska bolånemarknaden och dess finansiering. En viktig slutsats är att konkurrensen med all sannolikhet kommer att öka ytterligare, vilket i sin tur kommer att tvinga fram nya och mer kostnadseffektiva distributionsformer samt nya finansieringsformer som bättre hushållar med institutens riskkapital.

Under det senaste decenniet har förutsättningarna för de svenska bostadsinstitutens verksamhet förändrats radikalt.

Under det senaste decenniet har förutsättningarna för de svenska bostadsinstitutens verksamhet förändrats radikalt. Konkurrensen har ökat, kundernas behov och önskningar har kommit i fokus på ett annat sätt än tidigare, och produkterna har blivit bättre. Bakom denna utveckling ligger flera faktorer. Bostadspolitiken har förändrats, kreditmarknaden avreglerats och valutaregleringen avskaffats. Fastighetsmarknaden och den finansiella sektorn har genomgått en stor kris. Dessutom har internationellt bestämda kapitaltäckningsregler införts för både banker och bostadsinstitut, och det svenska regelsystemet har anpassats till kraven inom den europeiska gemenskapen.

I dag verkar instituten på en konkurrensutsatt marknad, där kundernas prismedvetande snabbt ökar.

Kraven på interna förändringar i bostadsinstituten har varit betydande. För 15 år sedan verkade instituten i skydd av regleringar, och krediterna delades ut till tacksamma kunder. De finansierade sig genom att sälja obligationer till de svenska försäkringsbolagen och till AP-fonden, som genom olika regle-

ringar inte hade så många alternativa placeringar. I dag verkar instituten på en konkurrensutsatt marknad, där kundernas prismedvetande snabbt ökar. Dessutom tvingas de i allt större utsträckning vända sig till den internationella kapitalmarknaden för sin finansiering.

Konkurrens om kunderna

Den europeiska valutaunionen väntas generellt leda till en ökad konkurrens. På marknaden för bolån borde detta betyda att låntagarna har anledning att förvänta sig ett större produktutbud, fler leverantörer och lägre räntor.

Eftersom bolån är en standardiserad och förhållandevis enkel finansiell produkt borde de lämpa sig väl för att sälja över gränserna. Den gränsöverskridande verksamheten har dock hittills varit liten. En förklaring är sannolikt att bolånemarknaden främst är inriktad på privatkunder, som är svåra att nå utan ett lokalt distributionsnät. Bolånemarknaden kringgärdas dessutom av nationella regler och särskilda förutsättningar som är svåra att förstå för utländska aktörer och som lägger hinder i vägen när de vill sälja sina produkter över gränserna. Skillnaderna gäller exempelvis hur panträtt i bostäder fungerar och vilka möjligheter till avdragsrätt som låntagaren har för räntekostnader vid bolån.

Eftersom bolån är en standardiserad och förhållandevis enkel finansiell produkt borde de lämpa sig väl för att sälja över gränserna.

För låntagarna innebär en gemensam valuta att de räntor som långivare i olika länder erbjuder blir direkt jämförbara. En gemensam valuta gör det helt enkelt lättare att bedöma vilket institut inom valutaområdet som erbjuder de bästa villkoren. Detta bör rimligen få betydelse för konkurrensen och för den gränsöverskridande aktiviteten på sikt.

Sverige är emellertid inte med i EMU. För den som vill etablera sig på den svenska marknaden är det därför förmodligen nödvändigt att tills vidare erbjuda lån i kronor. Det beror på att låntagarna inte har någon större anledning att ta upp bolån i euro, eftersom de då tar en valutakursrisk. Det begränsar konkurrensen till dem som verkligen aktivt vill sälja sina produkter i Sverige. Om Sverige går med i valutaunionen blir saken en annan. Då kan svenska konsumenter och företag låna i euro utan att utsätta sig för valutakursrisk, och tillgången på potentiella långivare ökar väsentligt.

Vare sig bostadsinstituten arbetar inom eller utom valutaområdet gäller det emellertid att få kontakt med kunderna, och här är tillgången till ett lokalt distributionsnät än så länge ett krav. Vilken betydelse Internet kan få i sammanhanget återstår att se, men bolån är onekligen en standardprodukt som lämpar sig väl för

Vilken betydelse Internet kan få i sammanhanget återstår att se, men bolån är onekligen en standardprodukt som lämpar sig väl för försäljning över nätet.

försäljning över nätet. Det är uppenbart att tekniken har förutsättningar att öka genomlysning och konkurrens även inom den traditionellt trögrörliga privatsektorn. Redan i dag finns möjlighet att via Internet plocka fram de billigaste bolånen som erbjuds på marknaden, och en ökad användning av sådana tjänster kommer att driva på konkurrensen ytterligare. Mäklartorg, där konsumenten inom några minuter kan få reda på hur stort lån just han kan få på sin fastighet och sedan erbjudas alternativ finansiering från ett antal institut i Europa, är under uppbyggnad. Rimligen blir kostnaderna för denna typ av marknadsföring väsentligt lägre än för den traditionella, personalintensiva och kontorsbaserade försäljningen. På sikt är det tveksamt om bolånekunderna vill betala kostnaden för kontorsbaserade distributionsnät.

Sålunda har kombinationen av ny teknik via Internet och tillgång till konkurrensen inom ett stort valutaområde förutsättning att ge konsumenterna betydande fördelar.

Konkurrensen tvingar emellertid inte bara fram lägre distributionskostnader. Eftersom refinansieringskostnaden är den dominerande kostnadsposten i resultaträkningen är det än viktigare för ett bostadsinstitut att finna effektiva upplåningsmetoder.

Traditionell bolånefinansiering

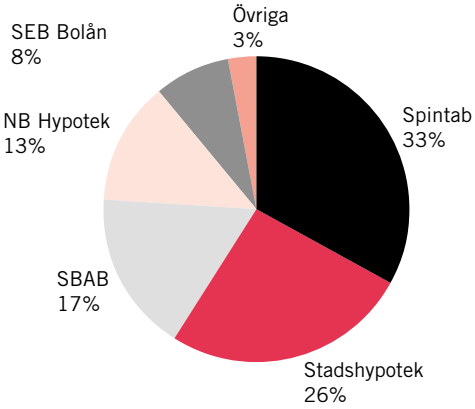
De svenska bostadsinstituten finansierar sin verksamhet huvudsakligen genom att emittera obligationer och certifikat på värdepappersmarknaden. I december förra året uppgick den totala utestående volymen till 823 miljarder kronor, varav 137 miljarder avsåg upplåning i utländsk valuta.[1] Fem företag dominerar marknaden och står tillsammans för 97 procent av upplåningen (se figur 1). Fyra är dotterbolag till banker, och det femte, SBAB, ägs av staten.

Fram till slutet av 1980-talet styrdes bostadsinstitutens finansiering av valutaregleringen och det så kallade prioriteringssystemet.

Fram till slutet av 1980-talet styrdes bostadsinstitutens finansiering av valutaregleringen, som gjorde det svårt eller omöjligt att låna utomlands, och det så kallade prioriteringssystemet, som innebar att banker och försäkringsbolag var tvungna att investera en del av sina tillgångar i bostadsobligatio-

[1] Av de 137 miljarderna svarar EU-valutorna för 56 miljarder och övriga utländska valutor, främst amerikanska dollar och japanska yen, för 81 miljarder.

Figur 1. Bostadsinstitutens upplåning på värdepappersmarknaden (certifikat och obligationer), procentuell fördelning 1999



Källa: Riksbanken

ner. Sedan valutaregleringen och placeringsplikten togs bort är bostadsinstitutens möjligheter att få avsättning för sina obligationer i grunden inte annorlunda än för andra typer av företag. Kapitalanskaffningen sker i full konkurrens med andra låntagare på marknaden.

Sedan slutet av 1980-talet har försäkringsbolagen och AP-fonderna minskat sina innehav av bostadsobligationer, medan en allt större andel kommit att innehas av utländska placerare.[2] De svenska bostadsinstituten uppskattas i dag ha cirka 20 procent av sin obligationsupplåning utomlands.[3] En del av den internationella upplåningen har skett i Europa och då framför allt i London, men huvuddelen har kommit från placerare i USA och Japan. Viss utlandsupplåning görs i svenska kronor, men den dominerande delen sker i utländsk valuta som sedan omvandlas till kronor genom valutaswappar.[4]

I dag sker kapitalanskaffningen i full konkurrens med låntagare på marknaden.

Innebär en gemensam europeisk valuta att de centraleuropeiska placerarna blir mer intresserade av svenska bostadsobligationer än tidigare? Det är svårt att se. Svenska obligationer blir knappast mer attraktiva för att de emitteras i euro i stället för i franska franc eller i D-mark. Naturligtvis är det en fördel för de svenska instituten att emittera i en enda valuta – euro – som blir hemmavaluta för alla länderna i

[2] Av den totala stocken bostadsobligationer innehade AP-fonderna cirka 21 procent i december 1999, jämfört med 35 procent i slutet av 1989. Försäkringsbolagen minskade under samma tid sina innehav från 27 procent av stocken till 24 procent.

[3] Denna uppskattning bygger på att huvuddelen av de obligationer som bostadsinstituten emitterat i utländsk valuta hålls av investerare i andra länder.

[4] De utländska placerarnas innehav av obligationer denominerade i svenska kronor motsvarar cirka 7 procent av utestående obligationsstock.

EMU, eftersom storleken på placerarbasen ökar för varje givet lån. Men den fördelen är begränsad och swapkostnaderna slipper man inte ifrån så länge svenskarna vill låna i kronor. Först när Sverige blir medlem i valutaunionen försvinner dessa kostnader.

För att kunna låna på den europeiska marknaden i konkurrens med andra företag fordras naturligtvis en god kreditvärdighet – en hög rating – men också ett utbyggt kontaktnät, en bas av institutionella investerare som känner till låntagaren och kan bedöma vad han sysslar med. Att bygga upp förtroende inom en sådan investerarbas fordrar ett systematiskt och långsiktigt arbete. Varje ny långivare måste bekanta sig med låntagarens namn, verksamhet, historia och riskbild. I praktiken sker detta ofta genom att ansvariga portföljförvaltare hos långivaren träffar representanter för låntagaren för en presentation av dennes verksamhet. Så småningom kan detta leda till att portföljförvaltaren begär en investeringslimit i sitt placeringsråd eller i sin styrelse. Där kan han i värsta fall stöta på en regel som säger att investeringar bara får ske i vissa europeiska länder, eller med andra begränsningar, och då kanske dessa hinder måste undanröjas. Först därefter kan investeraren börja köpa de obligationer som låntagaren emitterar.

Det är lätt att inse att denna process tar tid, och den förändras inte för att ett större valutaområde skapas, vare sig Sverige deltar i unionen eller inte. Som tidigare noterats har huvuddelen av de svenska bostadsinstitutens utlandsupplåning skett utanför Europa. Därför har man inte arbetat för att bygga upp en investerarbas i EMU-området på samma sätt som man gjort på andra håll i världen.

För att kunna låna på den europeiska marknaden fordras en god kreditvärdighet och ett utbyggt kontaktnät.

Sedan eurons införande för ett och ett halvt år sedan har emissionsvolymen av företagsobligationer ökat i Europa, låt vara att denna utveckling även gynnats av att tillgången på statsobligationer minskat och fått investerarna att se sig om efter andra alternativ. Intressant att notera är att svenska företag som emitterat företagsobligationer i euro, däribland Ericsson, Volvo och Birka Energi, lyckats väl i sina intentioner och fått avsättning för sina obligationer på platser i Europa där få investerare tidigare visat sitt intresse för svenska obligationer.

Finansieringskostnaden och balansräkningens struktur

När värdet av olika finansieringskällor diskuteras brukar man som utgångspunkt använda Modiglianinis och Millers hypotes om att ett företags värde är oberoen-

de av dess finansiering.[5] Enligt de antaganden som denna hypotes bygger på innebär en förändrad finansieringsform bara att risk flyttas mellan ett företags olika finansiärer. Om risken minskar för vissa finansiärer, med effekten att deras avkastningskrav blir lägre, kommer risken och därmed också avkastningskravet att öka i samma utsträckning för andra finansiärer. Det talar för att ett bostadsinstitut inte kan öka sitt värde, eller minska sina finansieringskostnader, genom att ändra sin finansiering.

I praktiken finns det dock brister i förhållande till Modiglianinis och Millers modell av en perfekt och friktionslös marknad för företagsfinansiering. Exempelvis ändras förutsättningarna om effekterna av företagsbeskattningen beaktas.[6] I skattehänseende är eget kapital en relativt dyr finansieringskälla, eftersom utdelning på eget kapital sker med beskattade medel, medan räntekostnader som uppkommer genom lånefinansiering är avdragsgilla enligt skattelagstiftningen. Ett företag som minskar storleken på det egna kapitalet i förhållande till sin lånefinansiering har således möjlighet att öka värdet på företaget. Det talar för att ett bostadsinstitut skulle kunna sänka de totala finansieringskostnaderna genom att använda finansieringsformer som leder till att investerarna kräver ett mindre eget kapital.[7]

Förutsättningarna för Modiglianinis och Millers hypotes kan också ändras om företaget med andra finansieringsformer når nya investerare eller av andra skäl, exempelvis förbättrad transparens, får en gynnsammare prissättning på sina upplåningsinstrument.

De svenska bostadsinstituten har traditionellt lånat med hela sin balansräkning som säkerhet, det vill säga utan att koppla ihop en viss säkerhetsmassa med varje lån. Instituten har genom solida balansräkningar, men också genom god genomlysning och självpåtagna begränsningar i verksamheten, kunnat övertyga ratinginstitut och långivare om sin kreditvärdighet.

Att låna med hela balansräkningen som säkerhet ger flexibilitet i den praktiska hanteringen och har dessutom fördelen att stora lån kan läggas ut i marknaden, vilket gör det lättare att upprätthålla en regelbunden handel och en god likviditet i lånen. Så har exempelvis skett i de så kallade benchmark-obligationerna på den svenska marknaden. Betydande lånevolymer och en god prisbildning på

[5] Se F Modigliano och M Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, June 1958.

[6] Se F Modogliani och M Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital", American Economic Review, June 1963.

[7] Det finns dock en gräns där substitueringen av eget kapital mot lånat kapital inte längre sänker företagets kapitalkostnad, eftersom långivarna vid en viss andel lånefinansiering kommer att kräva höga riskpremier. Detta beror i sin tur på att ett alltför litet kapital gör konkursrisken stor och att stora kostnader uppstår vid en konkurs.

de inhemska lånen har hjälpt bostadsinstituten att framgångsrikt konkurrera på den internationella obligationsmarknaden.

Den traditionella formen av upplåning fordrar ett icke obetydligt riskkapital eller någon form av garantier från ägarna.

Den traditionella formen av upplåning fordrar dock ett icke obetydligt riskkapital eller någon form av garantier från ägarna. De institut som i dag lånar upp direkt på de internationella kapitalmarknaderna har en kapitaltäckning som väsentligt överstiger den lagstadgade miniminivån på 8 procent (se tabell 1). Primärkapitalgraden är hög, vilket speglar placerarnas krav på ”äkta” riskkapital. Endast SEB Bolån, som inte har en egen upplåning i utländsk valuta, har en kapitaltäckning som ligger nära miniminivån.

Tabell 1. Bostadsinstitutens kapitaltäckningsgrad och primärkapitalrelation 1999
Procent

	Kapitaltäckning	Primärkapital
Nordbanken Hypotek	11,4	10,0
SBAB	9,5	6,5
SEB Bolån	8,4	4,7
Spintab	16,0	11,4
Stadshypotek	12,0	12,0

Källa: Bostadsinstitutens årsredovisningar

I flera andra länder använder hypoteksinstituten till stor del andra typer av upplåningsinstrument än de svenska bostadsinstituten. I det följande diskuteras två sådana instrument och den effekt de kan ha på bostadsinstitutens kapitalbindning och kapitalkostnader. En intressant fråga är givetvis om dessa upplåningsformer har egenskaper som gör att placerarna accepterar ett lägre eget kapital jämfört med vid den svenska traditionella formen för bostadsfinansiering.

Värdepapperisering[8]

En form för bolånefinansiering som har sitt ursprung på den amerikanska marknaden är värdepapperisering. Denna finansieringsform innebär att en given lånestock med tillhörande säkerheter skiljs ut från institutets övriga tillgångar och överlåts till ett särskilt företag, ett så kallat specialföretag[9], vars verksamhet i allt väsentligt begränsas till att förvalta de förvärvade tillgångarna. Överlåtelsen finansieras genom emission av obligationer. I många fall fortsätter den ursprungli-

[8] Värdepapperisering är ett begrepp som kan ha olika betydelse i olika sammanhang och omfatta flera företeelser på finansmarknaderna. För en närmare genomgång av olika former av värdepapperisering, se exempelvis M Blåvarg och P Lilja, “Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?”, Penning- och valutapolitik 3/1998.
[9] På engelska Special Purpose Vehicle (SPV).

ge långivaren att administrera lånen, det vill säga att hantera ränteinbetalningar och kupongbetalningar, men detta kan i princip göras även av någon annan.

Den väl avgränsade tillgångsmassan i specialföretaget ger finansiärerna goda möjligheter att bedöma fordringsstockens kvalitet. Riskbedömningen underlättas också av att specialföretagets verksamhet begränsas till att passivt förvalta de tillgångar som det förvärvar. Genom att kopplingen mellan placerarnas fordringar och de underliggande tillgångarnas kreditrisk förstärks minskar osäkerheten om risktagandet, varigenom det krav på riskkapital som investerarna ställer på specialföretaget blir väsentligt lägre än i det ursprungliga institutet. I specialbolaget kan det räcka med ett eget kapital på någon procent jämfört med de cirka 10 procents kapitaltäckning som de svenska bostadsinstituten anser sig behöva när de lånar upp direkt på den internationella kapitalmarknaden. Riskbufferten kan i stället utgöras av exempelvis en kreditförsäkring eller av att specialföretaget får en större fordringsstock än det egentligen betalat för. I och med att specialföretaget har en väl definierad riskbild och inte driver någon verksamhet förutom innehavet av de specificerade lånen är det också rimligt att företaget undantas från de legala kapitalkrav som gäller för bostadsinstituten.

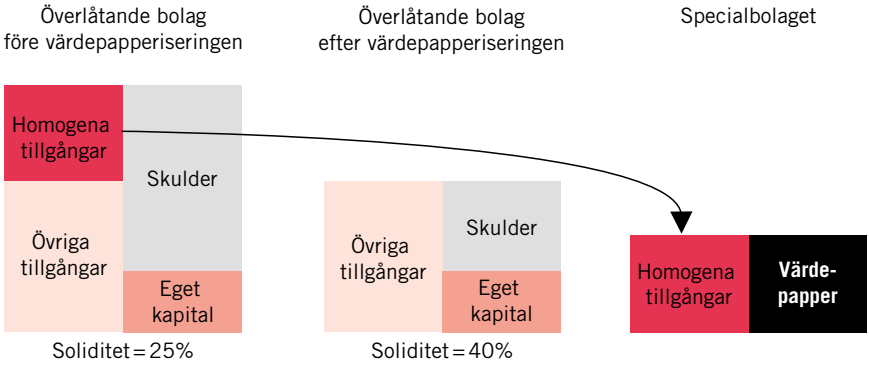
Den väl avgränsade tillgångsmassan i specialföretaget ger finansiärerna goda möjligheter att bedöma fordringsstockens kvalitet.

Värdepapperiseringens inverkan på behovet av riskkapital illustreras i de förenklade balansräkningarna i figur 2. För det överlåtande företaget innebär transaktionen att soliditeten ökar. Det egna kapitalet är ju detsamma som tidigare, men balansomslutningen minskar. Som en följd av detta bör företaget kunna minska det egna kapitalet.[10] Om så sker kommer andelen lånefinansiering, om man beaktar den totala tillgångsmassan, det vill säga både de tillgångar som avyttrats och de som finns kvar i företaget, att bli större än före värdepapperiseringen. Det betyder i sin tur att den totala tillgångsmassan kan finansieras billigare eftersom beskattningen av lånefinansiering är lägre än för eget kapital. Från ekonomiskt perspektiv kan alltså en ökad användning av värdepapperisering som finansieringskälla medföra att bostadsinstituten kan minska sin totala buffert av riskkapital och därmed också öka avkastningen på det egna kapitalet.

Den totala finansieringskostnaden kan också sjunka som en följd av att den förbättrade transparensen leder till att investerarna accepterar en lägre riskpremie på de värdepapperiserade obligationerna jämfört med traditionella bostadsobligationer.

[10] Hur mycket beror bland annat på hur risken i de kvarvarande tillgångarna ser ut. Oavsett om denna risk är högre eller lägre jämfört med de avyttrade tillgångarna är dock den risk som det egna kapitalet bär mindre än innan tillgångarna överfördes till specialbolaget.

Figur 2. Värdepapperiseringens effekt på balansräkningen, exempel



För att ge tillfredsställande stadga åt värdepapperiseringsförfarandet fordras en legal struktur som gör att investerarna kan utgå ifrån att specialföretaget inte ändrar verksamhetsinriktning eller på annat sätt i efterhand ändrar risktagandet. En sådan struktur kan i princip åstadkommas genom en särskild reglering av specialföretaget. Det vanliga är dock att skyddet för investerarna åstadkoms inom ramen för civilrättsliga regler, främst bolagsordning och obligationskontrakt eller motsvarande. Därtill ges investerarna i många länder ett visst skydd genom att en förtroendeman (trustee) utses, som bevakar deras intressen och företräder dem i olika rättsliga sammanhang. I USA förekommer även statliga garantier för kreditrisken i bolånen.

Hittills har värdepapperisering av bolån förekommit endast i liten utsträckning i Sverige.

Hittills har värdepapperisering av bolån förekommit endast i liten utsträckning i Sverige. En anledning är att det ännu inte går att bilda svenska specialföretag utan att dessa hamnar under lagen för finansieringsverksamhet och därmed drabbas av samma kapitaltäckningsregler som bostadsinstituten. De får alltså i regelverket väsentligt högre krav på kapital än vad investerarna kräver. I stället har utländska specialföretag, som inte omfattas av de legala kapitaltäckningskraven, använts.

En annan förklaring är att värdepapperisering ofta innebär ett stort administrativt och juridiskt arbete som gör det relativt kostsamt att skapa specialföretagen. Deras obligationer har heller inte kunnat placeras till så goda räntor som företagen hoppats på. Detta kan i sin tur bero på att marknaden är outvecklad, att emissionerna varit få och i detta sammanhang små och att likviditeten i obligationerna till följd härav blivit låg. En annan orsak kan finnas i regelverket, eftersom finansiella institut som innehar värdepapperiserade obligationer träffas av högre kapitaltäckningskrav än vid innehav av vanliga bostadsobligationer. Det kan i sin

tur göra banker och andra finansinstitut, som förväntas skapa en marknad i obligationerna, tveksamma till att hålla sådana värdepapper i sina portföljer.

Värdepapperisering kan vara ett sätt för bostadsinstituten att hushålla med det dyra egna kapitalet.

I en departementspromemoria från 1998 föreslås ändringar i det svenska regelverket i syfte att underlätta värdepapperisering.[11] Lagförslaget innebär att specialföretaget undantas från lagen om finansieringsverksamhet. Som en följd härav kommer företaget varken att omfattas av kapitaltäckningsregler eller av offentlig tillsyn. Någon reglering av specialföretaget föreslås över huvud taget inte, utan detta företag kan i princip bedriva vilken annan verksamhet som helst.[12] Precis som i flera andra länder får skyddet för investerarna åstadkommas genom avtal mellan specialföretaget och obligationsinnehavarna. Enligt finansdepartementet är en proposition att vänta under detta år.

Värdepapperisering kan alltså vara ett sätt för bostadsinstituten att hushålla med det dyra egna kapitalet och därmed bidra till totalt sett lägre finansieringskostnader. Om nu EMU medför att konkurrensen på bolånemarknaden ökar, vilket är en förväntad effekt av den gemensamma valutan, kommer behovet av att finansiera bolån på ett kapitalsnålt sätt sannolikt att öka. Det är inte orimligt att tro att värdepapperiseringen i det perspektivet kommer att möta ett växande intresse.

I USA har värdepapperiseringen vuxit fram inte bara som en följd av ökade avkastningskrav på eget kapital utan också därför att de olika funktionerna i låneprocessen kan separeras och hanteras effektivare. I ett normalt låneförfarande ingår flera moment som exempelvis låneberedning, kreditvärdighetskontroll, fastställande av lånevillkor, finansiering av lånet, hantering av lånet (inkassering av ränta och amortering), hantering av kreditrisker samt risktagande. Vid traditionell bolåneverksamhet sköts alla dessa moment av kreditgivaren. Vid värdepapperisering kan däremot varje moment renodlas och hanteras av olika institut, vilket ger utrymme för specialisering. Kundkontakterna vid låneuppläggen har exempelvis traditionellt dragit nytta av ett lokalt kontorsnät, medan administration av räntor och amorteringar kan skötas effektivare och billigare i stora enheter. Olika företag i låneprocessen kan därmed koncentrera sig på de funktioner de är bra på samt ta den risk som passar deras egen portfölj, vilket är effektivt från såväl kostnads- som risksynpunkt.

Ökad konkurrens kan som diskuterats ovan driva fram en växande marknad för värdepapperisering. Men orsakssambandet kan också vara det motsatta, nämli-

[11] Se Ds 1998:71 Bättre förutsättningar för värdepapperisering.
[12] Specialföretaget måste dock drivas som aktiebolag eller ekonomisk förening.

Ökad konkurrens kan driva fram en växande marknad för värdepapperisering.

gen att förbättrade möjligheter till värdepapperisering ökar konkurrensen. Det är den erfarenhet man gjort i Australien, där bolånemarknaden har avreglerats under 1990-talet. En lagstiftning som underlättade värdepapperisering sänkte de tidigare höga inträdeshinder som fanns på marknaden, banade väg för nya aktörer och sänkte kostnaderna för bolånekunderna – faktiskt med så mycket som ett par procentenheter.

Guldkantade obligationer

I Danmark och Tyskland finansierar hypoteksinstituten sin verksamhet huvudsakligen med obligationer som genom speciell reglering gjorts särskilt säkra för innehavarna. Skyddet innebär bland annat att innehavarna i händelse av konkurs har förmånsrätt i vissa lån med därtill hörande säkerheter.[13] Som innehavare behöver man därför inte vid en eventuell konkurs konkurrera med andra fordringsägare. I stället har man företräde till de betalningsströmmar som de öronmärkta lånen med tillhörande säkerheter genererar.

För de särskilda obligationerna, som i Danmark går under benämningen *Realkreditobligationer* och i Tyskland *Hypotheken Pfandbriefe*, spelar även lagreglering av hur säkerheterna får se ut och kontroll från myndigheternas sida en betydande roll. Den särskilda regleringen innebär vidare vissa begränsningar i den verksamhet de emitterande instituten får bedriva.[14]

Guldkantade obligationer kan ses som en form av betingad värdepapperisering.

Guldkantade obligationer kan ses som en form av betingad värdepapperisering. Under normala omständigheter sköter bostadsinstitutet alla moment i låneförfarandet och obligationsinnehavaren erhåller betalning för räntor och amorteringar på samma

[13] I Danmark ges en särskild förmånsrätt i klart definierade serier av tillgångar med tillhörande, bakomliggande fastighetspanter. I Tyskland gäller förmånsrätten en registrerad "pool" av sådana tillgångar, där poolens innehåll kan skifta över tiden.

[14] Båda finansieringsformernas historia går tillbaka till slutet av 1700-talet, och i såväl Danmark som Tyskland har behovet av att skapa en effektiv kapitalmarknad varit av betydelse för framväxten. I Tyskland är obligationsformen ett resultat av successiv utveckling som inleddes med att Fredrik Vilhelm II av Preussen år 1767 utfärdade en kunglig förordning, medan det danska systemet har sitt ursprung i en specifik händelse, den stora branden i Köpenhamn år 1795. Denna brand ödelade en stor del av huvudstaden och orsakade en efterfrågan på kapital som svårligen kunde tillgodoses eftersom det försäkringsbolag som försäkrat huvuddelen av de nedbrunna fastigheterna gick i konkurs. Lösningen på den stora kapitalefterfrågan blev i stället ett system för investering i fast egendom där hypoteksinstituten kom att utgöra länken mellan aktörer med kapitalöverskott och aktörer med kapitalunderskott. Grunderna i detta system finns fortfarande kvar, bland annat genom att de danska hypoteksbankerna är specialiserade institut som omfattas av en särskild lagstiftning och som har ensamrätt att ge ut realkreditobligationer . Se J Ladekarl, "Basic safeguard measures in a bond-funded mortgage credit system", promemoria, Danmarks Nationalbank, juni 1996.

grunder som andra finansiärer. Någon direkt koppling mellan betalningsströmmarna från vissa tillgångar och de särskilda obligationerna finns således inte. Om institutet däremot går i konkurs lyfts vissa lån med tillhörande säkerheter ur balansräkningen och hanteras i särskild ordning. I och med detta åstadkoms en direkt koppling mellan kreditrisken i de underliggande tillgångarna och risken i de särskilda obligationerna.[15]

Den tyska och danska modellen för bostadsfinansiering har under senare år fått allt större uppmärksamhet. Det hänger i stor utsträckning samman med att obligationerna kommit att särbehandlas i EG:s direktiv. Särbehandlingen innebär bland annat att medlemsstaterna kan tillåta försäkringsbolag och fondbolag att göra undantag från normala riskspridningskrav vid innehav av sådana obligationer och att en lägre riskvikt får tillämpas vid beräkning av kapitaltäckningskrav, 10 procent mot normalt 20 procent för skuldebrev emitterade av kreditinstitut.[16] Mer precist gäller undantagsmöjligheterna för skuldförbindelser som emitterats av kreditinstitut om:[17]

1. Obligationsinnehavarna har förmånsrätt i händelse av det emitterande institutets konkurs.
2. Belopp som härrör från de utfärdade obligationerna investeras i tillgångar som under hela obligationens giltighetstid kan täcka de fordringar som har samband med obligationerna (medlen ska med andra ord investeras enligt vissa i förväg kända regler).
3. Det emitterande institutet är föremål för särskild tillsyn som syftar till att skydda obligationsinnehavarna.

De obligationer som uppfyller de tre kriterierna har i Sverige kommit att kallas ”guldkantade obligationer”. Vid sidan av Danmark och Tyskland, som haft sådana obligationer länge, har även bland andra Finland, Frankrike, Luxemburg, Spanien och Österrike infört lagstiftning som gör det möjligt för vissa institut att utnyttja den särskilda finansieringsformen.

[15] Eventuella överskott på de öronmärkta tillgångarna kommer dock övriga fordringsägare i konkursboet till del. På motsvarande sätt får innehavarna av de särskilda obligationerna en fordran på konkursboet om betalningsströmmarna från de öronmärkta tillgångarna är otillräckliga.

[16] Förutsättningarna för undantag är dock motsägelsefulla. Enligt artikel 11(2) i direktiv 89/647/EEG om kapitaltäckningsgrad för kreditinstitut föreligger å ena sidan en femårig tidsgräns för den lägre riskvikten. Å andra sidan får medlemsländerna behålla den lägre riskvikten “for credit institutions when and if they consider it necessary, to avoid grave disturbances in the operation of their markets. Such exceptions shall be reported to the Commission.”

[17] Undantagskriterierna framgår av artikel 22(4) i direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara papper (fondföretag), i dess lydelse enligt direktiv 88/220/EEG.

Även i Sverige har införande av guldkantade obligationer diskuterats, och regeringen har låtit utreda hur motsvarande lagstiftning skulle kunna utformas.[18] Förslaget, som lämnades i augusti 1997, innebär i korthet att förmånsrätt skulle gälla för denna typ av obligationer, att tydliga begränsningar skulle införas för belåningsgraden (max 75 procent för bostadsfastigheter) och att säkerheterna skulle identifieras i ett särskilt register som kontrollerades av Finansinspektionen.[19] Förslaget har ännu inte lett till lagstiftning.

Fördelar för emittenter och placerare

När diskussionen om de guldkantade obligationerna inleddes i Sverige i början av 1990-talet var bakgrunden en oro för de nya placeringsregler som planerades för försäkringsbolagen. De nya reglerna krävde större diversifiering än tidigare, och möjligheten för försäkringsbolagen att placera i bostadsobligationer skulle därmed minska. Var skulle då bostadsinstituten sälja sina obligationer? Om obligationerna var guldkantade enligt tyska och danska regler skulle de i viss utsträckning vara undantagna från spridningskraven. Det skulle göra det möjligt för bostadsinstituten att fortsätta att sälja obligationer till de svenska försäkringsbolagen.

Farhågorna visade sig dock vara obefogade. När de nya placeringsreglerna för försäkringsbolagen infördes skedde det utan dramatik, bland annat därför att bostadsinstituten i ökad utsträckning började låna utomlands. Därmed kunde detta argument för de guldkantade obligationerna föras åt sidan.

Bostadsinstitutens intresse för att ge ut guldkantade obligationer har en naturlig grund i att konkurrenterna i Europa emitterar dem och att de är etablerade på vissa marknader.

Bostadsinstitutens intresse för att ge ut guldkantade obligationer har en naturlig grund i att konkurrenterna i Europa emitterar dem och att de är etablerade på vissa marknader. Guldkantade obligationer skulle sålunda vara lättare att sälja till investerarna, betinga en högre likviditet och ge lägre räntor än traditionella svenska bostadsobligationer. Detta skulle i sin tur underlätta finansieringen för bostadsinstituten och förhoppningsvis ge lägre räntor till konsumenterna.

I ett investerarperspektiv har de guldkantade obligationerna fördelar.

I ett investerarperspektiv har de guldkantade obligationerna onekligen vissa fördelar. Om det bostadsinstitut som emitterat obligationerna skulle komma på obestånd vet investerarna vilka säkerheter de har förmånsrätt i, och tillsynsmyndigheten har kontrollerat att denna säkerhetsmassa är

[18] Se Dir. 1996:42 Särskilda regler för vissa kreditmarknadsbolag.
[19] För en närmare redogörelse av förslaget se SOU 1997:110 Säkrare obligationer?

intakt. Investerarna är därför i en bättre situation än om de tvingas slåss med andra fordringsägare i ett konkursbo där tillgångarnas värde är osäkert.

Kommer man som investerare att vilja betala för säkerheten genom att köpa de guldkantade obligationerna till en lägre ränta än traditionella obligationer? Och kommer investerarna att acceptera en lägre buffert av riskkapital för de upplånande företagen? Det förefaller inte orimligt att så skulle vara fallet.[20] För det första kommer den stadga som ges av en särskild lagstiftning och tillsyn att minska osäkerheten om risktagandet i de särskilda obligationerna, vilket värdesätts av investerare och ratingföretag. Till skillnad från vid traditionella bostadsobligationer kopplas finansiärernas risktagande direkt till kreditrisken i vissa underliggande tillgångar av hög kvalitet, och tillsynsmyndigheterna kontrollerar att säkerheten inte försämras under obligationernas löptid.[21] För det andra är det möjligt att den statliga inblandningen uppfattas som en implicit statlig garanti. I så fall kommer risken i de guldkantade obligationerna att betraktas som lägre än annars. De som köper guldkantade obligationer kommer därför att kräva en lägre riskpremie jämfört med traditionella bostadsobligationer.

Förmodligen växer även investerarbasen. Detta eftersom man i emissionerna kan nå investerare som inte vågar eller får placera i vanliga bostadsobligationer och för att försäkringsbolag och fondbolag i vissa europeiska länder har större utrymme att placera i guldkantade obligationer än i andra obligationer.

Marknadsutveckling

Aktörer på den svenska marknaden har bedömt att guldkantade obligationer skulle kunna säljas runt tio räntepunkter billigare än traditionella bostadsobligationer. Att så är fallet betyder inte nödvändigtvis att de totala finansieringskostnaderna minskar i samma utsträckning, eftersom det finns faktorer som verkar i motsatt riktning. Om bostadsinstitutens nuvarande belåningsgrader är generösare än de som skulle gälla för guldkantade obligationer blir exempelvis topplånen rimligen dyrare att finansiera, eftersom guldkantade obligationer endast får emitteras mot säkerheter upp till en begränsad del av belåningsvärdet. Med en uppdelning i flera obligationstyper kan dessutom likviditeten försämras, vilket kan ha en negativ inverkan på lånekostnaden. Därtill förutsätter guldkantade obligatio-

[20] Möjligheten att minska det egna kapitalet är dock i praktiken inte lika stor som vid värdepapperisering, eftersom det emitterande institutet omfattas av legala kapitaltäckningskrav för de tillgångar som svarar mot de guldkantade obligationerna.

[21] Vid värdepapperisering åstadkoms samma sak genom bildandet av specialföretaget och genom att detta företags verksamhet i allt väsentligt begränsas till att passivt förvalta de överlåtna tillgångarna.

ner en särskild tillsyn för vilken kostnaden sannolikt skulle få bäras av de emitterande instituten.

Det är ännu för tidigt att dra några slutsatser om hur marknaden för guldkantade hypoteksobligationer kommer att utvecklas.

Man kan också hävda att det ännu är för tidigt att dra några slutsatser om hur marknaden för guldkantade hypoteksobligationer kommer att utvecklas. I detta avseende liknar obligationerna dem som utges av specialföretagen vid värdepapperisering. Inte heller här finns någon etablerad marknad i Europa utanför den engelska som i och för sig är betydande.

De tyska hypoteksbankerna har visserligen varit framgångsrika, men de obligationer som avsatts på den internationella marknaden är huvudsakligen *Öffentliche Pfandbriefe*, med säkerhet i lån till den offentliga sektorn. Dessa *Pfandbriefe* anses ha god likviditet, vilket sammanhänger med att de ofta ges ut i form av *Jumbo Pfandbriefe*, det vill säga standardiserade obligationer med utgåvor av en volym på minst 500 miljoner euro. De obligationer som är relevanta att jämföra med i detta sammanhang, *Hypotheken Pfandbriefe*, har begränsad likviditet och avsätts till stor del på den inhemska marknaden. Under senare tid har emissionerna av *Obligations Foncières* respektive *Cédulas Hipotecarias* från de franska och spanska hypoteksbankerna i och för sig mottagits väl på den europeiska marknaden, men det har samtidigt skett under eurons första år då många placerare omdisponerat sina portföljer. Frågan är vad som händer i ett längre perspektiv och särskilt med tanke på att det inte är fråga om homogena obligationer. Inom ramen för EG-direktiven kan mycket skilda regelsystem utformas, vilket i praktiken också är fallet. Därtill kommer att andra i sammanhanget relevanta lagstiftningar, som exempelvis konkurslagstiftning, skiljer sig åt mellan olika länder. Investerarna kommer därför knappast att slippa att göra separata bedömningar för var och en av de nationella marknaderna. Stora homogena pooler av lån med säkerhet i fastigheter är dessutom svåra att skapa varför det sannolikt är svårt att uppnå samma goda likviditet som i *Öffentliche Pfandbriefe*. Även om de guldkantade hypoteksobligationerna kommer att uppskattas för sin säkerhet är det inte självklart att marknaden blir enhetlig, stor och likvid.

Invändningar mot finansieringsformen

Det finns emellertid invändningar mot guldkantade obligationer som finansieringsform, en del ganska allvarliga. Riksbanken har pekat på den tveksamma roll som den statliga tillsynsmyndigheten ikläder sig genom att påta sig ansvaret för att kontrollera att säkerhetsmassan för lånen är intakt. Vad händer om bostadsin-

stitutet skulle komma på obestånd och säkerheterna visar sig vara otillräckliga? Är det då tillsynsmyndigheten som ska klandras, och innebär lagstiftningen därmed i själva verket en form av implicit statlig garanti? Kanske hävdar investerarna att det var just tillsynen som fick dem att placera i det drabbade institutets obligationer. Erfarenheten från andra områden visar att investerarna gärna uppfattar den statliga inblandningen just på detta sätt.[22] Dessutom innebär en särskild lagstiftning om guldkantade obligationer onekligen en viss återreglering av marknaden i och med att bostadsinstituten återigen skulle ges en särställning på kapitalmarknaden. Är det verkligen rimligt att införa en särskild lagstiftning för att förbilliga upplåningen för en viss kategori av företag? Bostadsinstituten kan ju i princip själva genom klausuler i lånekontrakten och särskilda paragrafer i sina bolagsordningar eller genom värdepapperisering skapa obligationer med egenskaper som motsvarar de guldkantade.

Riksbanken har pekat på den tveksamma roll som den statliga tillsynsmyndigheten ikläder sig genom att påta sig ansvaret för att kontrollera att säkerhetsmassan för lånen är intakt.

En viktig egenskap hos de guldkantade obligationerna är att de förses med förmånsrätt vid konkurs, eftersom förmånsrätten bidrar till att minska osäkerheten om risktagandet i obligationerna. Den förmånsrätten kan knappast åstadkommas på annat sätt än via lagstiftning. Beträffande tillsynen, som är det mest besvärande problemet när det gäller den implicita statsgarantin, är situationen möjligen en annan. Här skulle bostadsinstituten själva i princip kunna utnyttja utomstående internationellt respekterade revisorer eller motsvarande för att garantera obligationsinnehavaren att säkerhetsmassan föreligger och har stipulerad kvalitet. Det är inte uteslutet att investerarna skulle acceptera en sådan lösning, som innebär att den oberoende granskningen sköts av ett icke offentligt organ. Så är ju fallet vid värdepapperisering där skyddet för investerarna åstadkoms utan en särskild reglering av specialföretaget. Dessvärre kräver dock EG-direktiven en offentlig tillsyn för att obligationerna ska betraktas som guldkantade.

Sammanfattning och slutsatser

Bolånesektorn går av allt att döma mot en fortsatt ökande konkurrens. Nya finansieringsformer, ny teknik och ett eventuellt

Bolånesektorn går av allt att döma mot en fortsatt ökande konkurrens.

[22] Ett sätt att hantera den implicita garantin kan vara att göra den explicit och ta betalt för den, exempelvis genom att ålägga de institut som emitterar guldkantade obligationer att betala en särskild avgift till tillsynsmyndigheten.

EMU-medlemskap är pådrivande faktorer som tillsammans kommer att sänka inträdesbarriärerna och därigenom öka konkurrensen. Eftersom bolån är standardiserade produkter är det framför allt priset som är konkurrensmedlet. Finansieringsfrågorna kommer därmed att stå i centrum för intresset.

Den traditionella svenska formen för bostadsfinansiering där hela balansräkningen utgör säkerhetsmassa har många fördelar. Möjligen kan investerarnas krav på säkerhet i form av eget kapital gradvis göra denna form för kostsam. En ökad användning av värdepapperisering kan vara ett sätt att angripa detta problem. Genom värdepapperiseringen kan andelen eget kapital minska och därigenom också den totala finansieringskostnaden, eftersom eget kapital är en dyrare finansieringskälla än lånefinansiering. En annan fördel med värdepapperiseringen är de effektivitetsvinster som möjliggörs genom specialiseringen av låneverksamhetens olika funktioner. Från ett samhällsekonomiskt perspektiv kan ökad användning av värdepapperisering ha positiva effekter på stabiliteten i det finansiella systemet eftersom kreditrisker kan flyttas från skyddsvärda institutioner till aktörer som inte är lika känsliga för betydande förluster.[23]

För att i dag kunna finansiera den totala tillgångsmassan billigare genom att minska det egna kapitalet krävs dock att specialbolaget etableras utomlands. För att förbättra möjligheten att värdepapperisera i Sverige fordras därför lagstiftarens hjälp i form av en fortsatt avreglering enligt internationell förebild.

Guldkantade obligationer kan också vara ett sätt att minska de totala finansieringskostnaderna. Den väsentligaste orsaken är i detta fall inte att instituten kan minska andelen eget kapital utan att den särskilda lagstiftningen och tillsynen gör att instituten når fler investerare och att placerarna kräver en lägre riskpremie på obligationerna. Även guldkantade obligationer fordrar lagstiftarens välsignelse i form av en specialreglering av europeiskt snitt. Från ett samhällsekonomiskt perspektiv uppkommer dock den nackdelen att den särskilda lagstiftningen och tillsynen kan uppfattas som en implicit statlig garanti.

På en marknad där riskkapitalet blir en allt mer knapp resurs är det troligt att värdepapperisering får ökad betydelse.

En allmän reflektion är att de finansiella innovationerna på en ny marknad utvecklas bäst om de styrs av placerarnas och emittenternas önskemål. Hur de önskemålen kommer att se ut i framtiden är omöjligt att säga. På en marknad där riskkapitalet blir en allt mer knapp resurs är det troligt att vär-

[23] Se M Blåvarg och P Lilja, "Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?", Penning- och valutapolitik 3/1998.

depapperisering får ökad betydelse. Detta eftersom värdepapperisering, jämfört med såväl traditionell bostadsfinansiering som guldkantade obligationer, mest effektivt utnyttjar det egna kapitalet.