Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?

Av Martin Blåvarg och Per Lilja
Båda verksamma vid betalningssystemavdelningen på Sveriges riksbank

Värdepapperisering är en företeelse som får allt större betydelse på finansiella marknader världen över. I Sverige har denna finansieringsmetod på senare år diskuterats i många sammanhang, men än så länge har den praktiska användningen varit relativt begränsad. Denna artikel avser att förklara vad värdepapperisering innebär, diskutera metodens förutsättningar i Sverige samt för- och nackdelarna ur ett samhällsperspektiv.

Vad är värdepapperisering?

Värdepapperisering är ett begrepp som kan ha olika betydelse i olika sammanhang och omfatta flera företeelser på finansmarknaderna. I bred mening avses alla former av finansiering på värdepappersmarknaderna. I en snävare betydelse används begreppet för olika finansieringsformer där särskilda tillgångar avskiljs från ett företags övriga tillgångar och finansieras genom utgivning av värdepapper. Dessa två huvudsakliga betydelser diskuteras var för sig.

Finansiering genom värdepappersmarknaderna

I sin allra bredaste betydelse utgör värdepapperisering det ena av två huvudalternativ för att omfördela kapital mellan sparare och investerare i en ekonomi. Värdepapperisering kan innefatta alla finansieringsformer där en investerare som har ett visst kapitalbehov vänder sig till kapitalmarknaderna för att få finansiering genom att utge någon form av värdepapper. Dessa värdepapper kan köpas av de aktörer som har ett sparbehov.

I sin allra bredaste betydelse utgör värdepapperisering det ena av två huvudalternativ för att omfördela kapital mellan sparare och investerare.

Det andra huvudalternativet för omfördelning av kapital mellan sparare och

investerare är genom någon form av finansiell intermediär. Bankerna är traditionellt den intermediär som är minst beroende av värdepappersmarknaderna. Omfördelningen sker genom att sparare placerar sitt kapital på inlåningskonton i bankerna, vilka sedan lånar ut dessa medel till aktörer som har ett finansieringsbehov.

Hushållens finansieringsbehov tillgodoses i huvudsak av intermediärer, främst banker, vilket framför allt beror på att transaktions- och informationskostnaderna för att ge ut egna värdepapper är för stora för dessa. Företagen har av naturliga skäl traditionellt till viss del finansierat sig genom värdepapper i form av aktier. I Sverige och de flesta andra europeiska länder har dock övrig finansiering, det vill säga företagens skuldfinansiering, skett genom banksystemet. I USA, däremot, har företagen i större utsträckning använt värdepapper även för sin skuldfinansiering, genom att emittera företagsobligationer.

Det engelska ordet för värdepapperisering, securitisation, används ofta för att beskriva den process som innebär att företag, både finansiella och icke-finansiella, allt mer använder värdepapper för sin skuldfinansiering. Det svenska ordet värdepapperisering används dock mer sällan i denna betydelse. Riksbanken har, när denna process beskrivits, använt begreppet disintermediering[1] – som syftar på att både in- och utlåningskunder överger traditionella bankprodukter. Dessa ersätts med andra produkter som till exempel försäkringssparande och sparande i olika typer av fonder som ligger utanför bankernas balansräkningar, medan värdepappersmarknaderna används för finansiering i stället för banklån.

Även om användningen av värdepappersfinansiering ökat på många områden innebär inte detta med nödvändighet att intermediärernas betydelse minskar. Banker och andra intermediärer bidrar ofta till utvecklingen genom att vara drivande när det gäller produktutvecklingen på värdepappersmarknaderna. Exempelvis förmedlas de flesta nyemissioner av värdepapper genom en bank eller annan intermediär. Hela utvecklingen kan därför sägas ske i ett samspel mellan intermediärer och värdepappersmarknader.[2]

I Sverige har sparandet på inlåningskonton i banker minskat relativt andra sparformer.

I Sverige har disintermedieringen framför allt ägt rum på bankernas skuldsida, det vill säga sparandet på inlåningskonton i banker har minskat relativt andra sparformer. Däremot har inte utlåningen till företag från banker i någon större omfattning ersatts av en värdepappersfinansiering av företagens skulder. Det finns dock flera skäl att för-

[1] I Riksbankens finansmarknadsrapport I november 1997 diskuteras denna företeelse utförligt.
[2] Se exempelvis Merton, Robert, "Financial Innovation and Economic Performance", Journal of Applied Corporate Finance, 1991.

vänta sig att marknaden för värdepapper som är kopplade till företagens skulder kan komma att växa framöver, bland annat genom att EMU bildas och en enhetlig marknad för eurodenominerade obligationer uppstår.

Modigliani & Millers hypotes,* att företagets värde är oberoende av dess finansiering, brukar användas som utgångspunkt när värdet av att använda olika finansieringskällor diskuteras. Under de specifika antaganden som M & M:s hypotes utgår från innebär en förändrad finansieringsform bara att risk förflyttas 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 övriga finansiärer. Konsekvensen är att företaget inte kan öka sitt värde genom att förändra sin finansiering.

Förutsättningarna förändras dock om effekterna av företagsbeskattningen tas i beaktande.** Räntekostnader som uppkommer genom lånefinansiering är avdragsgilla enligt skattelagstiftningen, vilket medför att lånefinansiering blir billigare än finansiering genom eget kapital. I skattehänseende är alltså eget kapital relativt dyrt som finansieringskälla. Teoretiskt sett skulle detta innebära att företag maximerade sitt värde genom 100 procents lånefinansiering. I praktiken kräver dock långivarna orimligt höga riskpremier efter det att en viss andel lånefinansiering i ett företag överskridits. Detta beror på att alltför litet eget kapital gör konkursrisken stor och att stora kostnader uppstår vid konkurs. Det finns därför en gräns där substitueringen av eget kapital mot lånat kapital inte längre sänker företagets genomsnittliga kapitalkostnad, genom att finansiärernas riskpremier börjar överstiga de kostnadsfördelar som skattelättnaden medför.

Huruvida obligationsutgivning kan medföra lägre finansieringskostnader än banklån blir då enbart en fråga om lägre räntekostnader kan uppnås.

När företag ersätter sin skuldfinansiering i bank med att emittera egna obligationer finns det ingen anledning att detta generellt skulle innebära att risken blir annorlunda för övriga intressenter i företaget, åtminstone inte om obligationslånen har ungefär samma villkor som banklånen. Bankens kapitalstruktur förändras i princip inte. Huruvida obligationsutgivning kan medföra lägre finansieringskostnader än banklån blir då enbart en fråga om lägre räntekostnader kan uppnås, inklusive de extra utgifter som är förknippade med obligationsutgivning.

I fortsättningen används ordet värdepappersfinansiering när den bredare definition av värdepapperisering avses, det vill säga när skuldfinansiering genom

*F. Modigliano & M. Miller, ”The Cost of Capital Corporation and the Theory of Investment”, American Economic Review (June 1958).

**F. Modigliani & M. Miller, ”Corporate Income Taxes and the Cost of Capital”, American Economic Review (June 1963).

värdepapper generellt diskuteras. Begreppet värdepapperisering används för den snävare betydelsen som diskuteras i nästa avsnitt – värdepapperisering av särskilda tillgångar.

Värdepapperisering av särskilda tillgångar

Ordet värdepapperisering brukar speciellt användas för de tekniker, där en grupp av tillgångar och de intäkter som flyter in från dessa skiljs ut från ett företags övriga tillgångar för separat finansiering.

Företagen kan använda värdepapper för finansiering av sina skulder på flera olika sätt. Det mest självklara är att emittera företagsobligationer. I detta fall är obligationsinnehavarens fordran på företaget generell och svarar mot alla tillgångar i företaget och de inkomster som dessa genererar. Det finns emellertid ett flertal andra finansiella tekniker och produkter genom vilka företag kan använda värdepapper för finansiering. Ordet värdepapperisering brukar speciellt användas för de tekniker, där en grupp av tillgångar och de intäkter som flyter in från dessa skiljs ut från ett företags övriga tillgångar för separat finansiering. Dessa separata tillgångar finansieras genom emisson av värdepapper som har en speciell koppling till tillgångarna. Innehavarna av dessa värdepapper har en särskild rätt till de intäkter som flyter in från de separata tillgångarna. Detta är den andra betydelsen av begreppet värdepapperisering som här diskuteras. Ett svenskt bostadsinstitut kan för övrigt ses som en variant av värdepapperisering, men vissa skillnader finns i förhållande till den mer renodlade variant som beskrivs här. Dessa skillnader diskuteras mer ingående längre fram.

Värdepapperisering i föregående betydelse kan knappast ses som en homogen finansiell produkt. Man kan tänka sig olika typer av tillgångar som värdepapperiseras, företag som gör detta kan vara finansiella eller ickefinansiella företag, tillgångarna kan särskiljas på olika sätt och i olika grad, och tillgångarna kan lyftas ut ur företagets balansräkning eller vara kvar i densamma. Skillnader i bland annat dessa avseenden har givit upphov till ett stort antal finansiella produkter på marknaden. De har olika namn, men alla brukar betecknas som olika former av värdepapperisering. I detta sammanhang finns det inte anledning att gå in djupare på alla dessa varianter.

Även om många olika typer av tillgångar kan värdepapperiseras är lån från finansiella företag det som vanligen används i sammanhanget.[3] Detta kan förklaras med att lån ger enkelt förutsägbara intäktsströmmar i form av räntebetalning-

[3] Mer originella exempel på tillgångar som värdepapperiserats är intäkter från en pubkedja och från immateriella tillgångar, såsom rättigheter till musikers verk.

ar. Dessa kan lätt omsättas till kupongbetalningar på de obligationer som emitteras genom värdepapperiseringen. Fortsättningsvis kommer värdepapperisering att i första hand diskuteras med utgångspunkten att det är en portfölj av lån som en bank värdepapperiserar, men resonemanget kan för det mesta appliceras även på andra tillgångar än lån

Ett villkor för att en värdepapperisering ska vara ekonomiskt intressant är att det finns tillförlitlig statistik för de kassaflöden som genereras av de tillgångar som ska säljas. Statistiken består av historiska data som används för att skatta risken för att kassaflödena blir för små för att täcka räntebetalningar och återbetalning av de lån som upptas genom obligationsutgivningen. Om de värdepappersfinansierade tillgångarna är lån avser den aktuella statistiken information om kreditförluster för den relevanta typen av lån. Informationen är nödvändig för en korrekt skattning av den ränta som kan sättas på de emitterade obligationerna. Möjligheten att skatta kassaflödena medför att ett ratinginstitut kan sätta en rating på de obligationer som emitteras genom värdepapperiseringen.

Ett villkor för att en värdepapperisering ska vara ekonomiskt intressant är att det finns tillförlitlig statistik för de kassaflöden som genereras av de tillgångar som ska säljas.

En värdepapperisering av lån går normalt till så att en bank eller ett annat kreditinstitut överlåter en portfölj av lån till ett specialbolag.[4] Överlåtelsen finansieras genom emittering av obligationer. Det är inte alltid nödvändigt med en verklig överlåtelse av tillgångarna till ett specialbolag. Även vid emission av obligationer, vars kupongbetalningar är kopplade till särskilda tillgångar i ett företag, kan tillgångarna fortsätta att vara kvar i företagets ägo och kvarstå på dess balansräkning. Kopplingen sker då genom de kontrakt som upprättas mellan företaget och obligationsinnehavarna, och tillgångarna får karaktären av att vara pantsatta som säkerhet för de lån som tagits upp genom obligationsutgivningen.

Det finns många sätt att variera värdepapperiseringens juridiska konstruktion och anpassa den till vad som ska uppnås med den här finansieringsformen. I fortsättningen kommer diskussionen att utgå från att en överlåtelse sker till ett specialbolag, eftersom detta ofta är nödvändigt för att uppnå de positiva effekterna av att värdepapperisera banklån. Konstruktioner, där äganderätten till tillgångarna kvarstår hos den ursprunglige innehavaren, är ofta lämpligare för andra tillgångar än lån som värdepapperiseras av ickefinansiella företag.

Specialbolagets enda syfte är att stå som ägare till de givna lånen och som utgivare av obligationerna. Normalt sett fortsätter banken att administrera lånen,

[4] SPV, Special Purpose Vehicle eller SPC, Special Purpose Company, på engelska.

det vill säga hantera ränteinbetalningar och kupongutbetalningar. För denna tjänst erhåller banken en serviceavgift från specialbolaget. Den finansieras med hjälp av det överskott som uppstår genom att kupongutbetalningarna är mindre än ränteinbetalningarna. Administrationen kan också i princip överlåtas till någon annan.

Motiv för värdepapperisering av särskilda tillgångar

Till skillnad från när ett företag ersätter banklån med egen obligationsutgivning sker en förändring av kapitalstrukturen vid värdepapperisering av särskilda tillgångar.

Även värdepapperisering av särskilda tillgångar kan belysas utifrån M & M:s ovan nämnda hypotes om att företagets värde är oberoende av dess finansiering om utformningen av företagsbeskattningen inte beaktas. Till skillnad från när ett företag ersätter banklån med egen obligationsutgivning sker en förändring av kapitalstrukturen vid värdepapperisering av särskilda tillgångar. Om vissa tillgångar separeras från företagets övriga tillgångar och ges en särskild finansiering kommer detta att påverka alla företagets finansiärer. Eftersom det normalt sett är tillgångar som är jämförelsevis lättvärderade som värdepapperiseras är det troligt att risken ökar för företagets övriga finansiärer. Det behöver dock inte vara så, även tillgångar med hög kreditrisk kan vara jämförelsevis lättvärderade och därför lämpliga att värdepapperisera. Effekten blir då att risken minskar för övriga finansiärer. I det följande kommer argument att framföras för att värdepapperisering kan innebära en billigare finansiering, jämfört med finansiering på balansräkningen. M & M:s hypotes säger att detta bör medföra att övrig finansiering blir i motsvarande grad dyrare, så att den totala finansieringskostnaden blir oförändrad.

Det är naturligtvis svårt att generellt bedöma hur en värdepapperisering av särskilda tillgångar påverkar företagets övriga finansiärer. Det är möjligt att den totala finansieringskostnaden kan sänkas i företaget genom att en annan kategori investerare kan nås genom värdepapperisering. Tillgång till en bredare bas av investerare, där olika kategorier av dessa kan attraheras genom användning av olika finansiella produkter, skulle kunna ge denna effekt.

Den totala finansieringskostnaden kan också sänkas om det finns brister i förhållande till M & M:s modell av en perfekt, friktionslös marknad för företagsfinansiering. Ett exempel på sådana avvikelser har redan nämnts och kan relateras till skillnader i beskattning av lånefinansiering och finansiering med eget kapital. När ett företag värdepapperiserar tillgångar minskar skuldfinansieringen relativt det egna kapitalet i företaget – det egna kapitalet är detsamma som tidigare men balansomslutningen minskar med följden att soliditeten ökar. Oavsett om risken

är högre eller lägre i de kvarvarande tillgångarna än i dem som avyttrats är den risk som det egna kapitalet bär mindre än innan tillgångarna avyttrades. Det egna kapitalet bör därför kunna minskas. Följden blir att andelen lånefinansiering, om man beaktar hur den totala tillgångsmassan finansieras, det vill säga både de tillgångar som avyttrats och de som finns kvar i företaget, blir större än före värdepapperiseringen. Genom att beskattningen av lånekapital är lägre än för eget kapital kan den totala tillgångsmassan finansieras billigare.

Det är också tänkbart att vissa avvikelser från M & M:s modell är specifika för banker. En stor del av bankernas finansiering består av inlåning. Det är möjligt att de investerare, som finansierar banken genom inlåning inte fullt ut beaktar de effekter på risknivån som en värdepapperisering av särskilda tillgångar medför. Insynen för externa bedömare i bankers risktagande är ändå begränsad. Detta kan även tänkas gälla andra finansiärer. Det bör dock betonas att resonemangen här är teoretiska och inte empiriskt belagda.

Att låneportföljen kan värderas förhållandevis enkelt och få en god rating medför att obligationerna blir billigare än om banken skulle finansiera låneportföljen genom att ge ut egna obligationer. Detta är den ekonomiska huvudidén med värdepapperisering.

För att uppnå låga finansieringskostnader kan den värdepappersfinansierade låneportföljen anpassas på olika sätt, så att en önskvärd rating uppnås. (Vanligen försöker man givetvis få den högsta ratingklassen.) Exempelvis kan lånevillkoren utformas så att risken blir tillräckligt låg. Detta görs ofta i samarbete mellan ratinginstitutet och banken. Att låneportföljen kan värderas förhållandevis enkelt och få en god rating medför att obligationerna blir billigare än om banken skulle finansiera låneportföljen genom att ge ut egna obligationer. Detta är den ekonomiska huvudidén med värdepapperisering.

Ett annat moment i värdepapperiseringen är att inga nya lån kommer in i portföljen efter hand. Om banken finansierade lånen genom att ge ut egna obligationer skulle obligationsinnehavarna löpa risken att banken förändrar sitt risktagande när nya lån ges, vilket skulle kunna påverka priset på obligationerna negativt. Denna slutenhet är ett viktigt moment i värdepapperisering. Slutenheten kan på sätt och vis också uppnås genom att villkoren för de lån som ingår i värdepapperiseringen är mycket specifika. Endast lån som uppfyller dessa specifika kriterier kan då tillföras portföljen. Denna teknik har medfört att det går att värdepapperisera krediter som typiskt är mycket korta, exempelvis kreditkortsfordringar och handelskrediter. Homogeniteten i låneportföljen garanteras då av att krediterna ges på ett standardiserat sätt. Den standardiserade kreditgivningen innebär att de statistiska beräkningar som ligger till grund för ratingen är giltiga även för de nya krediterna.

Eftersom det inte går att exakt förutse hur stora kreditförlusterna för en viss låneportfölj kan bli krävs att det finns en viss marginal mellan utlåningsräntan och de räntor som obligationsinnehavarna erhåller, utöver den marginal som finns för att betala serviceavgiften till banken för den löpande administrationen. Denna marginal ska täcka åtminstone de kreditförluster som statistiskt kan förväntas uppstå. För att uppnå god rating krävs normalt också någon form av kreditförstärkning (credit enhancement). Kreditförstärkningen kan genomföras på olika sätt, exempelvis genom att obligationer ges ut till ett mindre belopp än vad de värdepappersfinansierade lånen uppgår till, eller genom att någon garanterar att ersätta obligationsinnehavarna om kreditförlusterna blir för stora (recourse agreement). Denna garanti kan ställas antingen av den värdepapperiserande banken eller av en extern garantigivare.

Skillnaden i förmånsvärde och rating medför naturligtvis att prisskillnader uppstår för de olika obligationsklasserna.

Ett annat sätt att uppnå god rating på obligationerna är att dela upp dem i olika klasser (trancher) med olika förmånsvärde, innebärande att innehavare av vissa obligationer får betalt före andra. Detta betyder att obligationsklassen med högst förmånsvärde uppnår en hög rating på bekostnad av klasserna med lägre förmånsvärde. Skillnaden i förmånsvärde och rating medför naturligtvis att prisskillnader uppstår för de olika obligationsklasserna.

Värdepapperisering innebär ett stort mått av administration och juridiskt arbete, som naturligtvis kan bli kostsamt. För att det ska löna sig ekonomiskt krävs att dessa kostnader uppvägs av att finansieringsformen ger lägre upplåningskostnader.

När obligationerna löpt ut är det naturligen sällan så att de medel som influtit genom ränte- och återbetalningar av de värdepappersfinansierade lånen exakt täcker kupong- och återbetalningar till obligationsinnehavarna. Om inget oförutsett inträffar bör de ovan diskuterade marginalerna leda till att ett visst överskott återstår, en residual. Ofta har den ursprunglige långivaren rätt till detta överskott, men denna rätt kan överlåtas till någon annan. Residualen får i princip samma ställning i specialbolaget som eget kapital har i andra företag. Det är också möjligt att organisera specialbolaget som ett aktiebolag, och specialbolaget blir då mycket likt ett vanligt företag. Den största skillnaden är att företaget normalt sett inte bedriver någon rörelse och att det till mycket stor del är finansierat genom räntebärande obligationer. Om specialbolaget är en stiftelse får residualen fördelas enligt principer som bestämdes vid stiftelsens bildande.[5]

[5] Enligt förslaget i finansdepartementets ”PM angående de rättsliga förutsättningarna för att genomföra värdepapperisering i Sverige” 1994-05-25 skulle specialbolaget vara ett aktiebolag. Stiftelser är en organisationsform som använts förhållandevis mycket vid utländska värdepapperiseringar.

Genom värdepapperiseringen avförs lånen från bankens balansräkning. I det typiska fallet har banken, utöver det administrativa ansvaret, inget ansvar gentemot obligationsinnehavarna för att låneportföljen verkligen genererar tillräckligt stora inkomster för att täcka kupongbetalningar och så småningom återbetalning av lånen. Obligationsinnehavarna bär således kreditrisken i låneportföljen. Eftersom banken inte tar kreditrisken behöver den inte längre ett buffertkapital mot eventuella kreditförluster. Enligt kapitaltäckningsreglerna ska banken i normalfallet hålla eget kapital motsvarande 8 procent av givna lån (4 procent för bostadslån). Genom att banken frånhänder sig kreditrisken behöver den således inte längre kapitaltäcka lånen. Eftersom eget kapital är dyrare än annan finansiering blir det därför möjligt för banken att uppnå ytterligare en kostnadsfördel på detta vis, då bankens genomsnittliga kapitalkostnad kan minska. Detta förutsätter, som tidigare diskuterats, att finansieringskostnaden för den finansiering som kvarstår i banken inte blir väsentligen högre med anledning av värdepapperiseringen.

Även om man når fördelen med lägre kapitalkostnad genom att undvika ett regleringskrav finns det dessutom rationella ekonomiska orsaker till att det blir en kostnadsfördel. Om banken inte bär någon risk avseende låneportföljen behövs heller ingen buffert av eget kapital. En buffert för att täcka eventuella framtida kreditförluster hade ju behövts oavsett lagfästa kapitaltäckningsregler. Kapitaltäckningsrelaterade problem diskuteras vidare i tredje avsnittet av denna artikel.

Om banken inte bär någon risk avseende låneportföljen behövs heller ingen buffert av eget kapital.

Bostadsfinansiering genom värdepapperisering

Den typ av tillgång som använts mest för värdepapperisering är lån från banker, i första hand lån med pant i bostadsfastigheter. Värdepapperisering introducerades i USA i början av 1970-talet av den federala institutionen Government National Mortgage Association, GNMA, mer känd som Ginnie Mae. Ginnie Mae hade skapats i syfte att förbättra tillgången på krediter för bostäder. De amerikanska bankerna tilläts inte verka i olika delstater, vilket medförde att allokeringen av kapital mellan delstaterna inte fungerade effektivt. Om exempelvis bankerna i en delstat hade inlåningsöverskott kunde detta inte användas i andra delstater, där kapital för utlåning var mer efterfrågat. Värdepapperisering via Ginnie Mae och andra liknande institutioner[6] undanröjde det här problemet.

Den typ av tillgång som använts mest för värdepapperisering är lån från banker, i första hand lån med pant i bostadsfastigheter.

[6] Federal National Mortgage Association – ”Fannie Mae”, och Federal Home Loan Mortgage Corporation – ”Freddie Mac”.

Senare har flera institutioner bildats – och denna form av bostadsfinansiering har blivit den dominerande i USA. Denna dominans beror dock i sig inte på att värdepapperisering har avsevärda fördelar framför andra former av bostadsfinansiering. I stället har statens engagemang givit upphov till såväl explicita som implicita garantier för kreditrisken i bostadslånen. Vidare har villkoren för dessa lån varit mycket förmånliga, vilket sannolikt haft en avgörande betydelse för framväxten av värdepapperisering.

Att denna speciella form av bostadsfinansiering utvecklats av staten, i syfte att komma runt en lagstiftning som visat sig svår att ändra på, sammanhänger sannolikt med det amerikanska politiska systemet. Att förändra existerande regler är ofta problematiskt när det finns motstånd från starka intressegrupper. Svensk bostadsfinansiering har även den haft betydande statligt stöd, exempelvis genom Stadshypotek som länge var ett statligt ägt företag. Det har dock visat sig lättare i Sverige att avveckla detta stöd än det varit i USA. Att staten varit drivande har i USA medfört att man där utarbetat generella legala förutsättningar för värdepapperisering och att acceptansen för företeelsen är stor. Värdepapperisering har i USA kommit att användas för finansiering av många olika typer av tillgångar, och marknaden är avsevärt mer utvecklad än i andra länder.

Bostadslån är den typ av tillgångar som varit föremål för mest diskussioner i Sverige när det gäller värdepapperisering.

Att bostadslån är den dominerande typen av tillgångar som värdepapperiseras framgår också av att man brukar dela upp obligationer som utgivits genom denna finansieringsform i två huvudkategorier: den ena har bostadslån som tillgång, Mortgage-Backed Securities (MBS), och den andra övriga tillgångar, Asset-Backed Securities (ABS). Bostadslån är också den typ av tillgångar som varit föremål för mest diskussioner i Sverige när det gäller värdepapperisering.

Egentligen kan den vanligaste formen av svensk bostadsfinansiering, där en bank förmedlar lån som placeras i ett bostadsinstitut som är dotterbolag till banken, ses som en variant av värdepapperisering. Internationellt diskuteras också ofta svenska bostadsobligationer i termer av ”other mortgage-backed products”. Bostadslånen separeras från bankens övriga tillgångar genom att de placeras i det särskilda bolaget, bostadsinstitutet. Lånen finansieras genom obligationer, som ofta har åsatts en rating. Skillnaderna gentemot den mer renodlade värdepapperisering som här beskrivits är framför allt att banken genom sitt ägande har en tydlig exponering mot risken i bostadsinstitutets låneportfölj, att låneportföljen inte är sluten och inte anpassas för att en viss rating ska uppnås samt att bostadsinstitutet är ålagt kapitaltäckningskrav.

En annan skillnad är att bostadsinstitutet tillhör samma koncern som banken, vilket innebär att kapitalkravet åläggs koncernen som helhet och att reglerna om stora exponeringar därför inte gäller internt i koncernen. Detta medför att banken och bostadsinstitutet kan ha betydligt större exponeringar gentemot varandra än vad som accepteras beträffande exponeringar mellan fristående företag. Detta innebär i sin tur att risktagandet inte frigörs från banken på samma sätt som vid mer strikta former av värdepapperisering.

Rent principiellt skulle man kunna tänka sig att bostadsinstituten utnyttjade fördelarna med värdepapperisering genom att göra trancheringar av sin låneportfölj och knyta obligationsserier till särskilda delar av låneportföljen utan att överlåta lån till ett specialbolag. De flesta av de ekonomiska fördelarna med värdepapperisering skulle kunna uppnås genom ett sådant förfarande. Lånen skulle dock fortfarande behöva kapitaltäckas. Om bostadsinstitutet ändå utförde arbetet att klassificera och få särskild rating för olika delar av låneportföljen vore det därför sannolikt värt att även avyttra lånen eftersom detta skulle innebära att myndigheterna inte skulle ställa krav på viss finansiering genom eget kapital. Även om avyttring till ett svenskt specialbolag i dagsläget inte är möjlig kan detta göras till ett utländskt specialbolag (se vidare i nästa avsnitt om legala hinder för värdepapperisering).

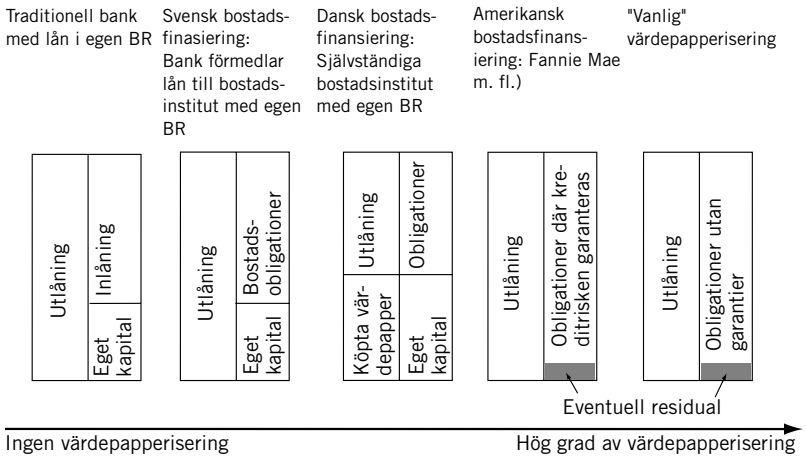
Exemplet visar att värdepapperisering inte ska betraktas som ett definitivt begrepp utan att man kan tala om olika ”grader” av värdepapperisering.

Exemplet svenska bostadsinstitut visar att värdepapperisering inte ska betraktas som ett definitivt begrepp utan att man kan tala om olika ”grader” av värdepapperisering, där olika ”grader” syftar på hur genomgripande separationen från det långivande institutet är och hur stark kopplingen är mellan de aktuella tillgångarna och de utgivna obligationerna (se figur 1).

Dansk bostadsfinansiering liknar i många avseenden den svenska. En skillnad är att de mest dominerande danska realkreditinstituten är självständiga företag som inte ägs av banker och som därmed hanterar långivningen själva (på ungefär samma sätt som Stadshypotek gjorde före Handelsbankens uppköp). En annan skillnad är den så kallade balansprincipen som föreskriver att volymen givna lån och emitterade obligationer ska vara lika stor, innebärande att det egna kapitalet placeras i värdepapper och inte lånas ut. Detta anses minska såväl ränterisk som kreditrisk i realkreditinstituten. Reglerna, som kanske kan ses som något omoderna, har sin bakgrund i att realkreditinstituten har funnits mycket länge och att verksamheten därför styrs av ett mycket traditionellt regelverk.

Det förslag om införande av ”guldkantade” obligationer i Sverige som fö-

Figur 1. "Grader" av värdepapperisering – balansräkningens utseende vid olika typer av bolagsfinansiering



reslagits i en utredning[7] kan ses som ett litet steg till höger på skalan i figur 1 som beskriver den nuvarande svenska bostadsfinansieringen. Graden av värdepapperisering kan sägas öka något, dels genom att reglerna föreslås preciserade för vilka krediter som får finansieras med guldkantade obligationer, dels genom att obligationerna föreslås få förmånsrätt i förhållande till bostadsinstitutets andra skulder.

Det är svårt att se varför myndigheterna skulle vara särskilt lämpade att precisera reglerna för viss kreditvärdighet.

På samma sätt som värdepapperisering genom ett specialbolag kräver en specifik typ av lån ska myndigheterna i det här fallet definiera kraven på hur lånen ska utformas för att få finansieras med guldkantade obligationer. Det är svårt att se varför myndigheterna skulle vara särskilt lämpade att precisera reglerna för viss kreditvärdighet, när sådana krav i stället kunde formuleras av marknadens aktörer. I det här svenska förslaget var också reglerna för vilka krav som skulle ställas på lånen bara i mycket liten utsträckning specificerade, med följd att skillnaderna gentemot den nuvarande svenska formen av bostadsfinansiering blev små.

Ett steg mot mer definitiv värdepapperisering är den nämnda amerikanska varianten av bostadsfinansiering. Där köper institutionerna Ginnie Mae, ”Fannie Mae” och ”Freddie Mac” bostadslån av banker, som de sedan värdepapperiserar. Denna finansiering skiljer sig emellertid från den mer långtgående värdepapperisering som beskrivits ovan, eftersom dessa institutioner ger obligationsinnehavarna en garanti för kreditrisken i de underliggande lånen. Obligationsinnehavarna tar

[7] SOU 1997:110 Säkrare obligationer?

därmed en kreditrisk på dessa institutioner och inte på det emitterande specialbolaget. De aktuella institutionerna omfattas inte av samma kapitaltäckningskrav som bankerna utan omfattas av särskilda bestämmelser med betydligt lägre kapitaltäckningskrav.

Värdepapperisering kan även i andra sammanhang genomföras utan att kreditrisken läggs på obligationsinnehavarna. Den långivande banken kan ställa olika former av garantier till obligationsinnehavarna, garantier som kan omfatta hela eller delar av värdet på de underliggande lån som värdepappersfinansierats. I de länder där värdepapperisering accepteras är det en avgörande fråga om bankens överlåtelse av tillgångar till ett specialbolag är att betrakta som en verklig försäljning (true sale). Detta har nämligen betydelse för om banken ska kunna lyfta ut lånen ur den egna balansräkningen, liksom för om den ska slippa kapitaltäckningskraven.

Förutsättningarna för värdepapperisering i Sverige

I detta avsnitt behandlas värdepapperisering enligt den andra definitionen som diskuterades i föregående avsnitt, innebärande att tillgångar separeras från ett företags övriga tillgångar och finansieras genom särskild obligationsutgivning. Det är i första hand värdepapperisering av lån från kreditinstitut som varit föremål för diskussion i Sverige, varför framställningen begränsas till detta.

Värdepapperisering har som nämnts förekommit i mycket liten utsträckning i Sverige. S-E-Banken genomförde i början av 1990-talet en värdepapperisering av krediter i bostadsinstitutet Svensk Fastighetskredit men har sedan inte fortsatt med denna finansieringsform. I dagsläget planerar SBAB värdepapperisering av lån till kommunala fastighetsbolag, och bostadslån som säljs genom Posten har finansierats på samma sätt. Andra aktörer som diskuterat värdepapperisering av bostadslån är JP Bank och Salus Bank. Ingen av de stora bankerna har redovisat några konkreta planer på värdepapperisering.

Det finns flera orsaker till att värdepapperisering hittills inte använts i så stor omfattning i Sverige. Det kanske främsta skälet är att det finns legala problem i samband med ett specialbolag som är placerat i Sverige. Orsaken är att ett specialbolag som köper krediter blir ett kreditinstitut, det vill säga en bank eller ett kreditmarknadsbolag, och därmed omgärdas av en hel del regleringar, framför allt rörande kapitaltäckningskrav. Därmed försvinner en av drivkrafterna för en bank att värdepapperisera – att få en billigare finansiering genom att strukturera utlåningsportföljen så att en buffert av eget kapital inte behövs. Detta har inneburit

att värdepapperisering av krediter inte har kunnat göras genom ett svenskt specialbolag. I stället har utländska specialbolag använts, vilket sannolikt bidragit till att minska intresset för värdepapperisering i Sverige. Även bristen på ett legalt ramverk som innebär ett direkt erkännande av värdepapperisering har sannolikt gjort sitt till för det begränsade intresset. Bland annat har SBAB deklarerat att man vill avvakta ett sådant ramverk innan man börjar värdepapperisera fastighetskrediter till hushåll.

En ändring av den svenska lagstiftningen har diskuterats under större delen av 1990-talet.

En ändring av den svenska lagstiftningen har diskuterats under större delen av 1990-talet. I en promemoria från finansdepartementet skriven 1994 av justitierådet Torkel Gregow analyserades behovet av rättsliga förändringar för att värdepapperisering skulle kunna genomföras i Sverige, och förslag till sådana förändringar lämnades också. Promemorian gick på remiss men har inte lett till några lagförslag från regeringen. I anslutning till att kapitaltäckningsfrågorna diskuteras i nästa avsnitt berörs några av kärnfrågorna när det gäller behovet av svensk lagstiftning.

En annan orsak till att inte värdepapperisera är att det kan vara kostsamt, beroende på det omfattande juridiska arbete som behövs för att genomföra transaktionerna. Dessa kostnader är till viss del engångskostnader och de blir relativt sett mindre betydande om värdepapperisering kan användas för låneportföljer som uppgår till stora värden. Detta kan ha inneburit att svenska kreditgivare har sett det som en tröskel som måste passeras och att det varit svårt att ta det första steget, så länge det funnits osäkerhet om värdepapperisering är ett väl fungerande instrument.

Ytterligare en orsak till att svenska bankers intresse varit svalt kan vara att diskussionen om värdepapperisering har förts framför allt beträffande bostadsfinansiering, sannolikt mot bakgrund av att det är där marknaden först vuxit fram utomlands. Finansieringen i svenska bostadsinstitut är, som nämnts, en typ av värdepapperisering i sig och den har inneburit en, i internationell jämförelse, effektiv finansiering av bostadskrediter. Framför allt har svenska bostadsobligationer varit jämförelsevis likvida. Det kan ha funnits en oro för att obligationer som introduceras genom värdepapperisering inte uppnår samma likviditet och att de därför blir dyrare genom att investerarna kräver en likviditetspremie.

Det finns också en upparbetad marknadsstruktur för handel med bostadsobligationer, vilket gör att det kan finnas ett motstånd hos bankerna att mer genomgående byta finansieringsform för bostadsinstituten. Det kan dessutom vara så att det skulle bli svårare att finansiera ett bostadsinstituts övriga tillgångar om de mest lättvärderade tillgångarna försvann ur institutet. Detta problem kan tänkas

vara mindre i en bank där inlåning är den viktigaste finansieringskällan. Med hänsyn till detta kanske det egentligen inte är mest intressant för svenska banker att värdepappersfinansiera bostadskrediter. Bankerna skulle i stället kunna ha mer att vinna på värdepapperisering av andra typer av krediter.

Bankerna skulle kunna ha mer att vinna på värdepapperisering av andra typer av krediter.

Ännu ett skäl till att värdepapperisering inte använts i större utsträckning kan ha varit att svenska bankkoncerner under de senaste åren varit lönsamma och förhållandevis väl kapitaliserade. Om inte det egna kapitalet minskas efter en värdepapperisering blir effekten att kapitaltäckningen höjs utan att avkastningen på eget kapital ökar. För att avkastningen i så fall ska öka krävs att banken ökar utdelningen eller på annat sätt återbetalar eget kapital, vilket bankerna av olika skäl kan vara ovilliga att göra. Det hade sannolikt varit mer intressant att värdepapperisera om bankerna haft en starkare press på lönsamheten eller om det funnits ett behov av att öka kapitaliseringen.

Det bör i detta sammanhang också betonas att det i USA funnits en väl utvecklad marknad för företagsobligationer redan innan marknaden för värdepapperisering av särskilda tillgångar utvecklades. Detta har sannolikt medfört att det tidigt fanns en större beredskap hos amerikanska investerare att köpa obligationer som emitteras genom värdepapperisering av särskilda tillgångar. Att en sådan marknad i stort sett inte finns i Sverige kan i sig utgöra ett hinder för värdepapperisering.

Ett ytterligare hinder för värdepapperisering är att många banker har ett visst inslag av subjektivitet vid prissättning av krediter, vilket innebär att kvantifierbara data kanske i mindre utsträckning utgör grunden för kreditbedömningen. Detta kan medföra svårigheter att värdepapperisera tillgångar, eftersom nödvändig kreditstatistik saknas.

Den hårdnande konkurrensen på den svenska utlåningsmarknaden kan bidra till att intresset för värdepapperisering ökar i Sverige. Särskilt inom de låntagarsegment där bankernas kreditbedömningskompetens inte är en lika viktig konkurrensfördel har lönsamheten inom kreditgivning kommit att sjunka, vilket bland annat gäller bolånemarknaden. Bankernas specialistkunskaper om låntagarnas kreditsituation är här en mindre betydande konkurrensfördel, eftersom utlåningen sker mot säkerhet vars värde kan fastställas med hjälp av relativt objektiva kriterier. Dessutom är det möjligt att använda standardiserade kreditbedömningsmodeller för låntagargrupper som hushåll. En traditionell

Den hårdnande konkurrensen på den svenska utlåningsmarknaden kan bidra till att intresset för värdepapperisering ökar i Sverige.

banks fördelar, såsom etablerade kundkontakter, lokalkännedom och kontorsnät, får därmed mindre betydelse. Detta gör att inträdesbarriärerna för företag som vill in på denna marknad är relativt låga.

Troligtvis kommer teknikutveckling och EMU att samverka för att förstärka konkurrensintensiteten än mer, genom att tekniken gör det lättare att nå kunderna och genom att marknadens genomlysning och den gemensamma valutan underlättar prisjämförelser mellan aktörer från olika länder.

Mot bakgrund av den allt hårdare konkurrensen och den därmed pressade lönsamheten inom många segment på kreditmarknaden skulle värdepapperisering kunna underlätta för bankerna att öka avkastningen på det egna kapitalet. Bankerna skulle med hjälp av denna finansieringsform lättare kunna tillmötesgå de allt hårdare krav som ställs på dem att fokusera på att skapa mervärde för sina ägare. Intresset hos svenska banker för värdepapperisering kan därför komma att öka.

Fördelar och risker med finansiering genom värdepappersmarknader

Huruvida den dominerande delen av upplåningen i ett land sker direkt på värdepappersmarknaden eller genom banksystemet har troligtvis konsekvenser för stabiliteten i det finansiella systemet. Stabilitetsfrämjande egenskaper, som ofta förknippas med omfattande värdepappersupplåning, är till exempel betydande genomlysning i prissättningen av kreditrisker samt goda möjligheter för bärare av kreditrisk att diversifiera lånetillgångar genom att överlåtelse av dessa förenklas. En nackdel i system med en stor andel finansiering genom värdepappersmarknaden som ofta nämns är att banden mellan låntagare och långivare är svaga, vilket kan leda till en svagare ställning gentemot långivaren för framför allt låntagare som privatpersoner och små företag. I detta avsnitt diskuteras fördelar och risker med värdepappersfinansiering, särskilt vilka möjliga stabilitetseffekter som en utveckling mot ett mer värdepappersbaserat system kan ha på det svenska finansiella systemet, samt dessutom vilka överväganden som kan finnas beträffande förbättrade möjligheter till att genomföra värdepapperisering av särskilda tillgångar.

Diversifieringseffekter i ett värdepappersbaserat system

Den mest uppenbara effekten av värdepapperisering eller försäljning av beviljade krediter är att det förmedlande företaget frånhänder sig hela eller delar av kreditrisken till andra aktörer. Detta är utifrån ett stabilitetsperspektiv positivt, eftersom kreditrisken är den mest påtagliga risken i bankers verksamhet.[8] En effekt av att kreditriskerna i banksystemet minskar är att en del av banksystemets räntenetto ersätts med avgiftsintäkter. Detta förutsätter att bankerna fortsätter att administrera värdepapperiserade lån eller fungera som mellanhänder då företag emitterar obligationer och därmed erhåller serviceavgifter och andra typer av avgiftsbaserade intäkter. Förutom att de minskade kreditriskerna gör att kreditförluster som genereras i banksystemet kan minska innebär avgiftsintäkterna att bankerna får större icke-konjunkturberoende intäkter, vilka kan användas för att täcka kreditförluster i de kreditsegment som bankerna håller i sina balansräkningar. Effekten blir att bankernas intäkter stabiliseras, vilket minskar sannolikheten för konjunkturberoende bankproblem.

Den mest uppenbara effekten av värdepapperisering eller försäljning av beviljade krediter är att det förmedlande företaget frånhänder sig hela eller delar av kreditrisken till andra aktörer.

Det sägs ofta att banker existerar bland annat för att de har särskild kompetens och en komparativ fördel som kreditbeviljare. Detta betyder dock inte att det är fördelaktigt att höga koncentrationer av kreditrisk bärs av banksystemet. Vid systematisk försäljning av redan beviljade krediter kan banker fortsätta att fungera som kreditbeviljare men avhända sig kreditrisken. Många bankkriser som lett till betydande samhällsekonomiska kostnader har sin grund i alltför stora kreditförluster. Eftersom banker är särskilt skyddsvärda för samhället genom sin betydelse för betalningssystemet finns det anledning att se det som positivt att banksystemets betydelse som bärare av risker kopplade till omvandlingen av sparande till investeringen minskar.

Det finns emellertid skäl varför banker är lämpade att bära åtminstone ett visst mått av kreditrisk. Enligt den analys om bankverksamhet som utvecklats av bland andra Raghuram Rajan,[9] är bankers krediter särskilt lämpade att finansiera med inlåning. Resonemanget går ut på att inlåning är den mest fördelaktiga finansieringsformen för en investerare, eftersom denne har möjlighet att dra tillba-

[8] Se bl.a. Riksbankens finansmarknadsrapport 1, maj 1998.

[9] Rajan, Raghuram, ”Why Banks Have a Future: Toward a New Theory of Commercial Banking”, Journal of Applied Corporate Finance, 1996.

ka sina investerade medel så fort minsta tvivel finns på bankens betalningsförmåga. Detta ställer hårda krav på banken att agera med stor försiktighet – så fort tvivel uppkommer om dess solvens riskerar den att förlora sin finansiering.

Detta krav på försiktighet medför att banken är särskilt lämpad att finansiera verksamhet som är svårvärderad och innehåller betydande mått av subjektivitet. Banken har så starka incitament att agera försiktigt i sin kreditgivning att den har en fördel framför andra former av finansiering, där externa bedömare ska utvärdera kreditrisken i ett projekt. Denna teori understryker att banker inte bara ska bevilja krediter utan också bära dem. Den tar dock sikte på krediter som är svårvärderade. Värdepapperisering kan förväntas ske i första hand av krediter som är standardiserade eller av andra orsaker lättvärderade. Teorin motsäger därför inte att det kan finnas anledning för banksystemet att värdepapperisera en del av sina krediter, snarare tvärtom.

En fungerande andrahandsmarknad för värdepappersbaserade tillgångar av olika slag kan ha en gynnsam inverkan på den finansiella stabiliteten.

En fungerande andrahandsmarknad för värdepappersbaserade tillgångar av olika slag kan ha en gynnsam inverkan på den finansiella stabiliteten, genom att till exempel banker baserade i en viss region får större möjligheter att diversifiera sin kreditportfölj geografiskt genom att sälja tillgångar genererade i den egna regionen och köpa tillgångar genererade i andra regioner. Eftersom bankutlåning fortfarande i stor utsträckning sker nationellt är banken exponerad mot den ekonomiska utvecklingen i det egna landet. Möjligheter öppnas därmed för nationellt verksamma banker att bevilja krediter på den egna marknaden, där kunskaperna om marknadsförhållandena är stora, och köpa lån eller värdepapperfinansierade tillgångar av andra aktörer som i sin tur har stora kunskaper om sina lokala marknader. Detta minskar kreditriskerna i det finansiella systemet dels genom ökad geografisk diversifiering, dels genom minskade incitament, och därmed minskad risk, för att banker satsar på kreditgivning på nya geografiska marknader som de har bristfälliga kunskaper om.

I dag är den dominerande delen av kreditriskerna i det finansiella systemet koncentrerad till banksystemet, vilket domineras av ett fåtal stora aktörer. En högre grad av värdepapperisering gör det dock möjligt att uppnå större spridning av kreditriskerna, genom att öka möjligheterna för en större krets aktörer att investera i tillgångar som tidigare varit förbehållna banker och kreditmarknadsbolag. Den minskade koncentrationen av kreditrisker som detta kan medföra skulle kunna ha en gynnsam inverkan på stabiliteten i det finansiella systemet.

En ytterligare positiv effekt som en fungerande andrahandsmarknad för obli-

gationer troligtvis medför är ökad flexibilitet för banker och kreditmarknadsbolag att vikta om sina kreditportföljer mellan olika sektorer och branscher. Om ett kreditinstitut till exempel upplever att det i sin företagsutlåning är överviktat i en viss bransch kan delar av utlåningen till denna bransch säljas genom värdepapperisering. Om den aktuella exponeringen ligger i företagsobligationer skulle dessa på samma sätt kunna avyttras relativt problemfritt. De resurser i form av kapital som detta frigör kan sedan omfördelas till andra branscher eller sektorer, vilket genom en bättre spridning av kreditriskerna i bankens lånestock i slutändan bidrar till ett lägre risktagande.

Genomlysning i prissättningen av kreditrisker

En omfattande upplåning genom värdepapper innebär att kreditrisker får en marknadsprissättning genom handeln med obligationer. Detta innebär i sin tur att mätningen av kreditrisker kan förbättras och att statistiska modeller lättare kan användas för värderingen av kreditrisker. Därmed kan kreditrisk och investerare som är villiga att bära den bättre paras samman. En likvid marknad för en mängd olika typer av obligationer och certifikat kan därmed bidra till en större transparens eller genomlysning när det gäller prissättningen av kreditrisker i det finansiella systemet.

Aktörerna på kreditmarknaden kan genom en andrahandsmarknad få tydliga riktmärken för hur kreditrisker relaterade till olika typer av tillgångar prissätts.

För att en fungerande andrahandsmarknad ska kunna etableras krävs då att de kriterier som använts vid fastställandet av kreditrisken för olika typer av tillgångar öppet redovisas för alla aktörer på marknaden. Detta kan bidra till att minska risken för felprissättning av kreditrisker samt öka genomlysningen av prisbildningen. Aktörerna på kreditmarknaden kan genom en andrahandsmarknad få tydliga riktmärken för hur kreditrisker relaterade till olika typer av tillgångar prissätts. Den ökade genomlysningen påverkar troligtvis stabiliteten i det finansiella systemet positivt genom att bidra till en bättre prissättning av kreditriskerna.

När det gäller genomlysningen i prissättningen av kreditrisker kan en distinktion göras mellan obligationer utgivna av företag utan panträtt i specifika tillgångar och obligationer med panträtt i värdepapperiserade tillgångar. Ett bra exempel på detta är det svenska systemet för bostadsfinansiering, där specialiserade bostadsinstitut med fastigheter som säkerhet ger lån, vilka finansieras genom emission av obligationer och certifikat. En investerare som köper obligationer som bostadsinstitutet emitterat har begränsad insyn i den verkliga kvaliteten på institutets kreditportfölj och har svårt att bedöma om institutet exempelvis agerar

osunt genom att tillämpa slappa kreditgivningsrutiner, kanske under trycket av hård konkurrens.

Samma principer gäller också för investerare i till exempel obligationer utgivna av banker. I och med att en kreditportfölj värdepapperiseras frånsäger sig det institut som genererat krediterna möjligheten att påverka kvaliteten på portföljen, liksom de betalningsströmmar som portföljen genererar, vilket ökar transparensen och minskar risken för potentiella investerare.

Effekter på kreditrisken i banker vid värdepapperisering

De beskrivna fördelarna med ett finansiellt system som karakteriseras av en stor mängd marknadsbaserad finansiering gäller, med vissa reservationer, oavsett om upplåningen sker genom vanliga företagsobligationer eller genom obligationer som är knutna till vissa specifika tillgångar. Inte heller skiljer sig riskerna för innehavarna av obligationer som emitterats genom värdepapperisering av särskilda tillgångar principiellt eller i någon betydande utsträckning från vad som gäller för andra obligationer. Några skillnader finns dock.

En förutsättning för att banker ska uppnå de fördelar som vanligtvis förknippas med värdepapperisering är att de verkligen frånhänder sig den kreditrisken.

En förutsättning för att banker ska uppnå de fördelar som vanligtvis förknippas med värdepapperisering är att de verkligen frånhänder sig den kreditrisk som kan hänföras till de värdepappersfinansierade tillgångarna, det vill säga att det inte kvarstår några åtaganden för banken när krediterna överlåtits till specialbolaget. Detta är ju också en förutsättning för att banken ska undgå kapitaltäckningskrav. I diskussionerna kring värdepapperisering har framhållits att även om banken formellt sett frånhänder sig kreditrisken så finns det en fara i att banken ser sig tvingad att ersätta obligationsinnehavarna för kreditförluster, detta för att skydda sitt anseende. Denna fara brukar internationellt benämnas ”reputational risk”. Även om den finns bör den dock inte överdrivas. I alla händelser är sådan förlustersättning från bankens sida frivillig. Även om banken kan tänkas vilja ersätta förluster när den är väl konsoliderad är det tveksamt om den skulle göra det i en situation av finansiella problem, där ersättningen kan bidra till att hota bankens solvens.

När krediter ska värdepapperiseras är det krav på att krediterna inom respektive portfölj avsedd för emission ska vara likvärdiga på ett sådant sätt att det ska vara möjligt för ratinginstitutet att göra vettiga prognoser om eventuella framtida kreditförluster. Detta kan innebära att krediterna ges på ett mer genomtänkt sätt. Bara det faktum att kreditgivningen är föremål för granskning av en extern

bedömare kan leda till att bättre rutiner används vid kreditgivning. Det är också möjligt att eventuella, felaktiga prissättningar av krediter uppmärksammas vid ratinginstitutets bedömning. En felaktig prissättning skulle annars exempelvis kunna resultera i att det pris som en viss tillgång kan säljas för på marknaden understiger det pris som banken förvärvat tillgången för.

En fördel vid en värdepapperisering kan vara att en bank tvingas att värdera den kreditrisk som är förknippad med ett visst slag av tillgång enligt objektiva kriterier och överväga om de intäkter som tillgången genererar motiverar denna risk. Det skulle därför kunna tänkas att värdepapperisering i vissa fall leder till jämförelsevis lägre kreditrisker än annan kreditgivning. Det bör här betonas att det är användandet av kreditvärderingsmetoder som gör det möjligt att statistiskt värdera kreditrisken som är det viktiga. Det finns i sig inget som säger att ratinginstitutet generellt sett är bättre på att fatta kreditbeslut än banken själv.

Den rating som genomförs vid värdepapperisering medför även att modeller för kreditrisk kan användas i större utsträckning i investerarnas riskhantering. Att starka hänsyn tas till ratinginstitutens krav vid värdepapperisering har framhållits som en fördel, men detta kan naturligtvis också innebära en nackdel. Investeraren gör inga egna riskbedömningar och blir därmed beroende av att ratinginstitutet har ställt riktiga krav. Det finns också en risk för att det mellan emittenten och ratinginstitutet uppstår en förhandlingssituation som leder till att obligationerna endast nätt och jämnt uppfyller kraven för en viss ratingklass. Detta kan innebära att olika obligationsutgåvor med samma rating egentligen är förknippade med olika stora kreditrisker.

Ett argument som framförts mot värdepapperisering är att bankerna i första hand värdepapperiserar goda krediter och att den genomsnittliga kreditkvaliteten i bankerna därför försämras. Det är dock inte med nödvändighet så att det är de bästa krediterna, det vill säga de med lägst kreditrisk, som värdepapperiseras. Det viktigaste för att ett slag av tillgång ska vara lämpligt att värdepapperisera är att det går att göra sannolikhetsberäkningar för de betalningsströmmar som krediten kommer att generera. Detta förutsätter att krediter som ska värdepapperiseras är någorlunda enhetliga ur risksynpunkt, men de behöver därför inte nödvändigtvis vara av lågriskkaraktär. Exempelvis har kreditkortsfordringar börjat värdepapperiseras i ganska stor omfattning i USA och Europa, fordringar som innebär jämförelsevis hög risk.

Problem med att vissa kreditkategorier försvinner ur bankerna kan framför allt uppstå om det handlar om krediter som har höga räntor i förhållande till risken. Om sådana lån försvinner innebär detta att banken går miste om en övervinst som kan användas för att täcka förluster inom andra kreditkategorier som är

Problem med att vissa kreditkategorier försvinner ur bankerna kan framför allt uppstå om det handlar om krediter som har höga räntor i förhållande till risken.

sämre prissatta. Det är naturligtvis inte lätt att bedöma vilka kreditkategorier hos svenska banker som skulle kunna vara överprissatta i förhållande till risken, om sådana alls existerar. Det är emellertid svårt att tänka sig att bostadskrediter, som i Sverige varit mest föremål för diskussion om värdepapperisering, generellt sett skulle vara överprissatta i förhållande till risken, eftersom bolånemarknaden är en av de mer konkurrensutsatta utlåningsmarknaderna.

Kapitaltäckningsrelaterade effekter av värdepapperisering

Kapitaltäckningsreglerna är till sin natur relativt grova och detta innebär att kapitalkraven på vissa typer av krediter är större än vad som motsvaras av den verkliga risken.

Kravet på buffertkapital formuleras genom kapitaltäckningsreglerna. Avsikten med reglerna är att kapitalkravet ska svara mot risken i olika typer av banktillgångar. Exempelvis behöver utlåning till stat och kommuner inte någon kapitaltäckning alls, utlåning mot pant i bostadsfastigheter behöver 4 procents kapitaltäckning och de flesta andra krediter till företag och hushåll 8 procent. Kapitaltäckningsreglerna är dock till sin natur relativt grova och detta innebär att kapitalkraven på vissa typer av krediter är större än vad som motsvaras av den verkliga risken.

Mot bakgrund av detta skulle ett större problem vid värdepapperisering kunna bli att krediter som kräver mycket buffertkapital i förhållande till risken kan komma att försvinna från bankerna. Det är framför allt de lån med låg risk och som därför har låga räntor, men som kostar mycket eget kapital, som är särskilt lönsamma att värdepapperisera. Exempel på sådana krediter är lån till stora, kreditvärdiga icke-finansiella företag. Dessa lån kräver full kapitaltäckning, samtidigt som marginalerna är låga. Bostadskrediter har också förhållandevis låga marginaler, men de har även halverat kapitalkrav.

Om det i första hand blir krediter som är ”dyra” i kapitalkravshänseende, jämfört med den verkliga risken, som värdepapperiseras, leder detta till att det totala kapitalkravet i bankerna minskar relativt den verkliga risken. Detta är emellertid en följd av kapitaltäckningsreglernas ”grovhet”. Om kapitalkravet perfekt skulle motsvara den verkliga risken för lån skulle problemet inte finnas.

Minskade kapitalkrav relativt den verkliga risken är givetvis i sig inte positivt för riskerna i banksektorn. Eftersom problemet uppstår genom kapitaltäckningsreglernas utformning bör det dock inte ses som ett skäl för att inta en negativ in-

ställning gentemot värdepapperisering generellt sett utan snarare som ett motiv för att reformera kapitaltäckningsreglerna. Eftersom dessa regler i stor utsträckning bestäms genom internationella överenskommelser i Baselkommittén och EU är det dock svårt att från svensk sida ensidigt genomföra reformer. Det ska också tilläggas att en översyn av de befintliga kapitaltäckningsreglerna för närvarande pågår i Baselkommittén.

Minskade kapitalkrav relativt den verkliga risken är givetvis i sig inte positivt för riskerna i banksektorn.

Urholkning av kapitalkravet genom värdepapperisering kan även ske på andra sätt. Ett exempel är när en bank ställer en begränsad kreditgaranti för de krediter som den värdepapperiserar. Om banken i exemplet värdepapperiserar lån till ett värde av 1 miljard kronor i en transaktion kan en efterfrågad ratingnivå uppnås ifall banken ställer en kompletterande kreditgaranti på ett visst belopp, exempelvis 50 miljoner kronor. Om garantin har detta som maxbelopp behöver den endast kapitaltäckas med 8 procent av 50 miljoner kronor. Eftersom kreditgarantin utgör ett skydd på toppen av den värdepapperiserade utlåningsportföljen kan hela garantibeloppet förbrukas även vid förhållandevis låga kreditförlustnivåer, vilket vore mycket osannolikt om garantin i stället avsåg hela det nominella värdet av en kreditportfölj.

För enskilda garantier är detta kanske inget problem, banken kan trots allt inte förlora mer än 50 miljoner kronor. Men kapitaltäckningsreglernas 8 procent grundar sig på antaganden om genomsnittliga förluster i en portfölj som innehåller vanliga lån, där det är ovanligt att banken förlorar hela det utlånade beloppet. Om bankernas portföljer mer genomgående skulle innehålla kreditgarantier med den typ av riskprofil som här beskrivits skulle emellertid en urholkning av kapitaltäckningsreglerna kunna sägas äga rum. Även problem av denna karaktär förtjänar att uppmärksammas om förbättrade legala möjligheter till värdepapperisering ska införas i Sverige.

Behövs ändrad svensk lagstiftning?

Den viktigaste frågan rörande behovet av svensk lagstiftning kring värdepapperisering är sannolikt om specialbolaget bör omfattas av kapitaltäckningskrav. I dag betraktas ett specialbolag som ett kreditmarknadsföretag, eftersom det medverkar till finansiering genom att förvärva fordringar. Den fråga som måste ställas är om det finns särskilda

Den viktigaste frågan rörande behovet av svensk lagstiftning kring värdepapperisering är sannolikt om specialbolaget bör omfattas av kapitaltäckningskrav.

skyddsvärda intressen som medför att ett specialbolag bör underställas kapitaltäckningskrav på samma sätt som de andra finansiella företag som omfattas av dessa krav – banker, kreditmarknadsföretag och värdepappersbolag. Värdepappersbolagen fungerar inte i första hand som kreditgivare och de behöver därför inte diskuteras vidare här. De främsta skälen att reglera bankerna är omsorgen om betalningssystemet. Ett specialbolag kommer inte att ha någon koppling till betalningssystemet och bör därför inte regleras på denna grund.

För kreditmarknadsföretagen är regleringsbehovet inte lika enkelt att peka på. Det motiv som brukar ges är att kreditmarknadsföretagen har betydelse för kreditförsörjningen i landet, och mer omfattande problem i dessa företag skulle riskera att leda till kreditbrist (credit crunch). Regleringen av banker och kreditmarknadsföretag kan också till viss del motiveras av konsumentskydd.

Specialbolagen skiljer sig från banker och kreditmarknadsföretag genom att de inte bedriver någon egentlig rörelse och att de inte kan förändra sitt risktagande till förmån för sina ägare på bekostnad av andra intressenter. Deras verksamhet är inte heller orienterad mot konsumentmarknaden. Detta gör att de egentligen mer har karaktär av en sluten värdepappersfond, med skillnaden att investerarnas medel placeras i en viss typ av lån i stället för i värdepapper. Specialbolagen skulle inte ha någon större betydelse när det gäller risken för kreditbrist, eftersom de inte själva förmedlar krediter. Tvärtom skulle kreditförsörjningen kunna tänkas fungera bättre ifall stora kreditförluster drabbar en ekonomi, om kreditrisken inte ligger kvar i de institut som förmedlar krediterna. Faran av att dessa får solvensproblem och därför förhindras att bedriva sin verksamhet minskar. En situation av kreditbrist skulle dock kunna tänkas uppstå om det fanns en möjlighet för investerare i specialbolagens obligationer att dra tillbaka sin finansiering. För att detta skulle kunna ske skulle obligationerna behöva vara försedda med något slags ”call option”.

Mot bakgrund av detta finns det skäl att inte belägga specialbolagen, så som de ser ut i sin renaste form, med kapitaltäckningskrav. Att praktiskt sätta gränsen lagstiftningstekniskt mellan ett specialbolag och ett kreditmarknadsföretag kan dock vara besvärligt, och det kräver en hel del överväganden. Det kan också diskuteras om annan reglering eller tillsyn är behövlig för ett specialbolag. Ett minimum är rapportering om kreditvolymer för att den offentliga statistiken över utlåning ska vara adekvat.

Effekter för låntagarna vid värdepapperisering

För att det ska vara intressant att värdepappersfinansiera lån måste en lägre finansieringskostnad för lånen kunna uppnås. Detta borde åtminstone på lång sikt till någon del komma låntagarna till godo.

Värdepapperisering kan också bidra till att öka konkurrensen på kreditmarknaden genom att inträdesbarriärerna kan komma att sjunka om en fungerande marknad etableras. Denna effekt kan uppstå, eftersom nya aktörer lättare kan konkurrera då stordriftsfördelarna i traditionell kreditgivning till stora delar elimineras om värdepapperiseringen blir omfattande. I och med att kapitalkraven och förmågan att förvalta stora tillgångar i den egna balansräkningen blir mindre viktig för nya aktörer, som förlitar sig till värdepappersfinansieringar för sin utlåning, blir företagets storlek en mindre betydelsefull inträdesbarriär. Den ökade konkurrens som kan förväntas skulle därmed kunna bidra till sjunkande lånekostnader för låntagarna.

Den ökade konkurrens som kan förväntas skulle därmed kunna bidra till sjunkande lånekostnader för låntagarna.

En ur låntagarens perspektiv inte obetydlig nackdel med värdepapperisering kan vara den lösare koppling som uppstår mellan den ursprungliga långivaren och låntagaren. Det långivande institutet torde inte längre ha samma incitament att underlätta konstruktiva lösningar vid eventuella betalningsproblem hos låntagaren, eftersom kreditrisken överförts till annan part. Sannolikt saknar slutinvesteraren i obligationer som skapats genom värdepapperisering både tillräckliga resurser och kompetens att hantera problem som uppkommer med enskilda låntagare. Detta skulle i praktiken medföra att den enskilde låntagarens ställning gentemot långivaren försämras. Speciellt mindre låntagare, som små och medelstora företag samt privatpersoner, skulle kunna drabbas av detta.

Sammanfattande kommentarer

Det finns flera positiva aspekter i ett större inslag av värdepappersfinansiering med tanke på stabiliteten i det finansiella systemet. Framför allt kan ökad värdepappersfinansiering leda till att kreditrisker omfördelas i ekonomin, från institutioner vilkas stabilitet är starkt skyddsvärda ur samhällets synvinkel till aktörer som inte är lika känsliga för betydande förluster. Ökad värdepappersfinansiering kan också bidra till att kostnaderna för kreditrisker minskar, dels genom en marknadsmässig bättre genomlysning av prissättningen av kreditrisker, dels genom att kreditrisken kan bäras av aktörer med bättre diversifierade portföljer. Det bör dock betonas att dessa effekter också delvis kan uppnås genom företeelser som inte utgör värdepappersfinansiering i den mening som diskuterats i

Framför allt kan ökad värdepapperisering leda till att kreditrisker omfördelas i ekonomin, från skyddsvärda institutioner till aktörer som inte är lika känsliga för betydande förluster.

denna artikel. Kreditderivat och försäljning av låneportföljer mellan banker är exempel.

Värdepapperisering av särskilda tillgångar är en finansieringsform som, om den blir tillräckligt utbredd, kan bidra till att öka inslaget av värdepappersfinansiering i det svenska finansiella systemet. De problem som finns med denna form av värdepapperisering sammanhänger i stor utsträckning med hur befintliga kapitalkrav på bankerna är utformade. Med hänsyn till de positiva effekterna av ökad värdepapperisering finns det anledning för staten att inta en positiv inställning till denna finansieringsform med beaktande av de problem som kan uppstå som följd av en urholkning av kapitalkraven. Ambitionen bör vara att verka för att minska dessa problem genom reformer av kapitaltäckningsreglerna, inte genom att förhindra att värdepapperisering vinner större insteg i Sverige. En sådan strategi är dessutom knappast meningsfull, eftersom värdepapperisering ändå kan användas av svenska banker och andra kreditinstitut i utlandet.