1998-02-19 Dnr 97-2364-DIR

Finansdepartementet

Remiss av betänkandet Säkrare obligationer? (SOU 1997:110)

1 Sammanfattning

Fullmäktige avstyrker utredningens förslag om att en särskild reglering för vissa bostadsobligationer (s.k. guldkantade obligationer) införs. Enligt fullmäktige saknas tillräckliga motiv för att en reglering med den föreslagna inriktningen införs. Något missförhållande på marknaden som regleringen avser att åtgärda föreligger enligt fullmäktiges uppfattning inte.

De kriterier som utredningen föreslår skall gälla för att obligationer skall få den särskilda legala statusen som "guldkantade obligationer" medför endast en marginell uppgradering av säkerheten i obligationerna. Huvuddelen av de legala förstärkningarna kan dessutom åstadkommas av instituten genom civilrättsliga åtgärder, utan att staten ingriper genom lagstiftning.

Den föreslagna regleringen leder sannolikt inte till en mer homogen marknad för bostadsobligationer inom EU, eftersom skillnader i regleringen av obligationerna kvarstår mellan olika länder. Det legala skydd för obligationerna som den föreslagna regleringen medför torde i förhållande till andra faktorer rimligen endast ha marginella effekter på tillkomsten av en homogen obligationsmarknad. Bostadsinstituten i de länder som har en "guldkantsreglering" förefaller inte heller erhålla en jämförelsevis billigare upplåning än de svenska bostadsinstituten, varför fullmäktige inte instämmer i utredningens bedömning att utredningens förslag bör få en sådan effekt.

Förslaget riskerar medföra att ett tryck uppstår på staten att ersätta obligationsinnehavarna i händelse av att ett bostadsinstitut skulle fallera och bostadsinstitutets tillgångar inte skulle täcka skulderna till

obligationsinnehavarna. Regleringen riskerar också få hämmande effekter på utvecklingen av marknaden för bostadsfinansiering.

2 Motiv för att införa en särreglering för bostadsobligationer

Utredningen föreslår att en särskild reglering införs för att skapa särskilt säkra bostadsobligationer. Genom dessa regler lagfästs bland annat en högsta belåningsgrad för de lån som finansieras genom de särreglerade bostadsobligationerna och en särskild förmånsrätt ges för innehavarna av obligationerna i händelse av bostadsinstitutets konkurs.

2.1 Regleringsbehov

Utredningen analyserar inte varför det skulle finnas ett särskilt regleringsbehov för bostadsobligationer. Utgångspunkten är i stället att det i två EU-direktiv finns preciserat vissa villkor för att en viss typ av emitterade skuldförbindelser skall kunna få en mer förmånlig behandling beträffande reglerna för enhandsengagemang för försäkringsbolag och andra typer av reglerade investerare. Frågan ställs om det finns anledning att införa detta direktiv i svensk lagstiftning. Eftersom utredningen inte utgår från någon egen analys av om ett regleringsbehov föreligger finns det skäl att beakta vad som varit ledande för EU vid införandet av regeln.

Som huvudregel får bara 5 procent av ett försäkringsbolags reglerade tillgångsmassa placeras i ett och samma institut. Den diskuterade undantagsregeln (artikel 22.4 av såväl UCITS-direktivet som tredje livförsäkringsdirektivet) medger placering av upp till 40 procent av den reglerade tillgångsmassan i ett enskilt försäkringsinstitut, om placeringen avser en skuldförbindelse som utgivits av ett kreditinstitut och som uppfyller vissa villkor. Skälet för att införa regeln var att tillhandahålla en lösning för förhållanden på den danska obligationsmarknaden och i viss mån även att anpassa den så att den fungerade för tyska hypoteksobligationer. Problemet var att antalet emittenter på den danska marknaden var så litet att det fanns ett behov av lättnader för att danska placerare även fortsättningsvis skulle kunna placera en större andel av sina tillgångar på den inhemska obligationsmarknaden.

Den typ av reglering som utredningen föreslagit bör enligt fullmäktiges mening införas i första hand om någon form av marknadsmisslyckande föreligger, det vill säga om det finns behov att åtgärda något problem som inte marknaden själv kan hantera. Fullmäktige anser inte att något sådant regleringsbehov föreligger i detta fall. Inte heller kan reglerna för enhandsengagemang i försäkringsbolagen idag anses ha begränsande effekter på de svenska bostadsinstitutens upplåningsmöjligheter, på så sätt som var fallet för den danska obligationsmarknaden.

När en bedömning görs av om EU-direktivens villkor medför att en obligation blir att betrakta som särskilt säker bör det beaktas att EU-direktiven tillkommit som undantag för att hantera en specifik nationell situation. Direktivens villkor är skräddarsydda för de danska och tyska

bostadsobligationerna och kan därmed inte ses som en generell standard för vad som anses skapa särskilt säkra obligationer.

2.2 Kriterier för att göra obligationerna säkrare

Den föreslagna regleringen syftar främst till att obligationerna skall bli säkrare. Direktivbestämmelserna anger tre kriterier som skall uppfyllas vid implementering av EU-direktiven, med syfte att obligationerna skall bli säkrare för placerarna:

Förmånsrätt skall finnas för obligationsinnehavarna i händelse av det emitterande institutets konkurs.
Belopp som härrör från de utfärdade obligationerna skall investeras i tillgångar som under hela obligationens giltighetstid kan täcka de fordringar som har samband med obligationerna.
Obligationsinnehavarna skall skyddas av *särskild* offentlig tillsyn.

Dessa tre kriterier och dess effekter på obligationernas säkerhet kommenteras nedan var och en för sig. Av särskild betydelse är också om det är möjligt för ett emitterande institut att självmant ta på sig de restriktioner gentemot obligationsinnehavaren som direktiven kräver. Om sådan möjlighet finns är det mindre angeläget att lagstiftningsvägen införa sådana restriktioner.

Det första kriteriet är att en särskild förmånsrätt för innehavare av guldkantade obligationer införs. Det kan diskuteras vilken betydelse en sådan förmånsrätt har med hänsyn till att bostadsinstitutens balansräkningar i dagsläget består till en mycket dominerande del av emitterade obligationer. I princip återstår utöver det egna kapitalet endast viss upplåning som sker utan emission av värdepapper från andra finansinstitut samt leverantörsskulder och liknande skulder. När dessa skulder är små i förhållande till obligationsstocken innebär förmånsrätten endast en smärre förbättring i förhållande till att obligationerna är jämställda med övriga fordringar, såsom de är idag. Instituten skulle också kunna åstadkomma den ekonomiska effekten av en förmånsrätt antingen genom att renodla bostadsinstitutets verksamhet så att enbart emitterade obligationer och eget kapital finns på skuldsidan i balansräkningen eller genom att värdepapperisera.

Det andra kriteriet innebär att det skall finnas ett samband mellan givna lån och emitterade obligationer på ett sådant sätt att värdet av lånen fortlöpande motsvarar de fordringar som obligationerna ger upphov till. Syftet med denna regel är att ange en matchningsprincip mellan de givna lånen och de utestående obligationerna beträffande räntebetalningar och löptider. För att denna matchningsprincip skall kunna bevakas föreslår utredningen att de aktuella tillgångarna skall hållas avskilda från övriga tillgångar som finns i institutet genom att ett register förs över de aktuella tillgångarna. Regeln är inte avsedd att medföra en kontinuerlig omvärdering av säkerheterna för utlåningen, vilket vid fallande fastighetspriser skulle innebära att ytterligare säkerheter skulle behöva

begäras in av låntagarna eller att nya lån skulle behöva tillföras den pool av lån som obligationerna svarar mot. Regeln förefaller närmast vara ett stöd för att förmånsrätten skall kunna upprätthållas och medför inte i sig att bostadsinstitutens obligationer blir säkrare än vad de är idag.

Slutligen skall obligationerna omfattas av särskild tillsyn, utöver den tillsyn som normalt sker av kreditinstitutet, för att uppfylla kriterierna i EU-direktiven. I utredningens förslag avser denna tillsyn att Finansinspektionen skall kontrollera att de särskilda regler som avser guldkantade obligationer efterlevs, att utgivningen av obligationerna skall ske efter tillståndsprövning samt att Finansinspektionen skall upprätta föreskrifter när det gäller värderingen av belånade fastigheter. Fullmäktige ställer sig tveksam till att denna typ av tillsyn på något mer betydande sätt medför att obligationerna blir säkrare än vad dagens bostadsobligationer är med normal tillsyn, så länge reglerna i sig inte innebär att villkoren för bostadsinstitutens utlåning i någon större utsträckning skärps.

Utöver de nämnda kriterierna innehåller utredningens förslag också en reglering av de högsta tillåtna belåningsgrader som obligationerna får svara mot, 75 procent för bostadsfastigheter och 60 procent för kommersiella fastigheter. Denna belåningsgrad skiljer sig inte i någon mer betydande utsträckning från rådande marknadspraxis.

Sammantaget innebär utredningens förslag enligt fullmäktiges mening endast smärre förbättringar av nuvarande bostadsobligationers kreditvärdighet. Med undantag av den särskilda tillsynen kan förslagen genomföras av bostadsinstituten på eget initiativ, via civilrättsliga villkor i exempelvis bolagsordningen eller obligationskontrakten, om de anser att detta förbättrar obligationernas kreditvärdighet.

2.3 En gemensam marknad för bostadsobligationer inom EU

Ett av utredningens skäl att införa regleringen är att Tyskland och Danmark implementerat direktiven och att de danska och tyska marknaderna för hypoteksobligationer tillsammans med den svenska utgör en dominerande del av den europeiska marknaden för sådana obligationer, ca 80 procent. Enligt utredningen skulle en svensk implementering bidra till en mer homogen marknad för europeiska bostadsobligationer och till att inte svenska bostadsinstitut får en konkurrensnackdel i förhållande till sina europeiska konkurrenter.

Enligt fullmäktiges mening innebär den föreslagna regleringen inte någon egentlig harmonisering. De kriterier som EU-direktiven innehåller är förhållandevis generella. De danska och tyska reglerna för bostadsobligationer har inte införts för att uppfylla direktivens villkor, utan har en lång historisk bakgrund. De utgör också en mer omfattande reglering än vad som anges av EU-direktiven. Exempelvis omfattas de danska bostadsinstituten av en balansprincip, innebärande att de kassaflöden som bostadslånen genererar skall matchas fullständigt med de betalningar som sker till obli-gationsinnehavarna, samt att det egna

kapitalet inte får användas till bostadslån, utan skall placeras i räntebärande värdepapper.

Den av utredningen föreslagna implementeringen av direktiven begränsar sig huvudsakligen till att uppfylla de kriterier som direktiven anger. Det görs inte någon bedömning av om det vore lämpligt att införa ytterligare restriktioner för att obligationerna skall uppnå en mer avsevärd säkerhetsnivå.

Eftersom skillnader mellan regleringarna i de tre länderna kvarstår även efter ett införande av en reglering i Sverige förefaller det osannolikt att svenska bostadsobligationer skulle bli mer homogena i förhållande till andra europeiska bostadsobligationer. Av större betydelse för att en homogen marknad i ett EMU-perspektiv skapas, är sannolikt att det finns obligationer som är denominerade i samma valuta, som investeras i samma typ av tillgångar, som har liknande struktur när det gäller kontraktsvillkoren för obligationerna och som har ungefär samma kreditrisk. Vid bedömningen av kreditrisken är det osäkert om en nationell implementering av regler för guldkantade obligationer har någon betydelse i förhållande till andra bedömningsgrunder, i synnerhet den "rating" som obligationerna har.

Det bör också påpekas att de aktuella EU-direktiven inte haft som syfte att åstadkomma en homogen marknad för bostadsobligationer inom EU. Syftet har varit att få till stånd placeringsregler som grundas på risksprid ning. Direktiven förutsätter att det finns nationella skillnader beträffande dess implementering och att det kan behövas mer långtgående reglering för att tillförsäkra en rimlig säkerhetsnivå i försäkringsbolagen.

Genom implementering av EU-direktiven finns det risk för att en nationellt anpassad undantagsregel i ett par EU-direktiv utvecklas till en norm för hur finansiell verksamhet skall bedrivas inom EU. Det danska systemet för bostadsfinansiering förlitar sig inte på moderna finansiella tekniker och riskhanteringssystem. Genom undantagsregeln kommer det danska systemet att i viss mån kunna ses som en norm för bostadsfinansieringen inom EU. I den mån ett gemensamt regelsystem skulle anses behövligt för denna marknad borde ett sådant utvecklas inom ramen för EU:s direktivbildning på det finansiella området. Fullmäktige anser i och för sig inte att ett sådant är behövligt, med hänsyn till att något grundläggande regleringsbehov med denna inriktning inte föreligger.

2.4 Billigare upplåning

Utredningens förslag syftar i grunden till att bostadsinstitutens upplåning skall bli billigare. Utredningen framhåller framför allt de tyska obligationerna som exempel på att detta kan uppnås genom en guldkantsreglering. Den jämförelse som utredningen gör mellan ränteskillnader gentemot statspapper i respektive land är emellertid inte helt rättvisande. Enligt utredningen har tyska hypoteksobligationer en ränteskillnad mot tyska statsobligationer på ca 20 räntepunkter, medan motsvarande siffra för svenska bostadsobligationer är 40 - 50 punkter. Det

tyska exemplet stämmer dock bara för obligationer som uppbackats av lån till offentliga institutioner, i första hand tyska delstater och kommuner. För hypoteksobligationer med pant i fast egendom beror ränteskillnaden, liksom för de svenska bostadsinstituten, framför allt på emittentens rating. Mer utförliga studier skulle behövas för att få en tydligare uppfattning om eventuella olikheter i ränteskillnaden. I dagsläget kan det inte annat än spekuleras om att en guldkantsreglering ger positiva effekter på upplåningskostnaderna för bostadsinstituten. Fullmäktige anser därför inte att det finns stöd för utredningens bedömning att utredningsförslagen bör kunna medföra lägre upplåningskostnader för bostadsinstituten.

3 Andra konsekvenser av utredningens förslag

Utöver den bristfälliga motiveringen för ett införande av en särskild reglering som ovan diskuterats anser fullmäktige att utredningen inte tillräckligt beaktat vissa andra konsekvenser av förslaget.

3.1 Statens roll på marknaden för bostadsobligationer

Den föreslagna regleringen innebär att vissa bostadsobligationer får en särskild legal status, dels genom att staten omgärdat obligationerna med ett regelverk som åtminstone skall ge intrycket av att obligationerna är särskilt säkra, dels genom att staten accepterar avsevärda enhandsengagemang för försäkringsbolagens placeringar i enskilda bostadsinstitut. Det finns en risk att denna särskilda legala status uppfattas som en statlig kvalitetsstämpel. I händelse av att ett bostadsinstitut skulle fallera och bostadsinstitutets tillgångar inte skulle täcka skulderna till obligationsinnehavarna finns det risk för att ett tryck uppstår på staten att ersätta obligationsinnehavarna. Staten har ingen sådan uppgift när det gäller bostadsinstituten och skall enligt fullmäktiges uppfattning inte heller ha det.

3.2 Utvecklingen av marknaden för bostadsfinansiering

Fullmäktiges ovan diskuterade ståndpunkt att regleringar skall införas endast om marknadsmisslyckanden föreligger har sin grund bland annat i uppfattningen att privata marknadsaktörer är bäst lämpade att göra affärsmässiga bedömningar och utveckla den egna marknaden. Exempel på en sådan avvägning är hur belåningsgraderna bör sättas för att ge en risk/avkastningsprofil som är idealisk för att attrahera investerare till institutens obligationer. Detaljerade regleringar för finansmarknaden riskerar att få begränsande effekter på effektiviteten och innovationsrikedomen i den finansiella sektorn.

3.3 Risk för regelkonkurrens

Utredningens förslag innebär enligt fullmäktiges mening en "minimiimplementering" av EU-direktiven såtillvida att säkerhetsnivån inte går utöver de kriterier som direktiven ställer upp och att den är lägre än i de länder där direktiven är implementerade. Detta kan innebära att svenska bostadsobligationer får en konkurrensfördel i förhållande till sina

europeiska konkurrenter, eller som det uttrycks i utredningen, att svenska bostadsobligationer "har förutsättningar att framstå som särskilt attraktiva" om förslaget genomförs. Det finns andra länder inom EU som överväger en implementering av de aktuella direktiven. Sverige kan genom kosmetiska regeländringar bidra till regelkonkurrens mellan olika länder på den europeiska marknaden. Fullmäktige anser att sådan bör undvikas.

4 Pantsättningsbara tillgångar inom EMU

EMI har i sitt förberedelsearbete avseende den gemensamma penningpolitiken inom EMU utarbetat kriterier för vilka värdepapper som skall vara pantsättningsbara för banker som lånar i centralbanken, exempelvis via penningpolitiska repotransaktioner. Att en obligation är pantsättningsbar kan antas ha viss betydelse för obligationens attraktivitet på marknaden, eftersom detta ökar bankernas villighet att hålla och handla obligationen, vilket har betydelse för obligationens likviditet.

Så länge Sverige står utanför EMU har EMI/ECB:s pantsättningsvillkor mindre betydelse, eftersom Riksbanken då kommer att sätta egna pantsättningsvillkor. Detta innebär att Riksbanken, liksom i dagsläget, kommer att acceptera bostadsobligationer som pant för lån i Riksbanken, oavsett om en guldkantsreglering införs eller inte. I händelse av att Sverige går med i EMU får däremot ECB:s villkor något större betydelse. Även vid ett utanförskap kan det dock tänkas att bostadsinstituten finner det angeläget att deras obligationer skall kunna pantsättas i ECBS, för att förbättra de internationella upplåningsmöjligheterna.

Pantsättningsbara tillgångar har av EMI klassificerats i två kategorier, tier one och tier two. För tier one gäller generella kriterier som specificeras av ECB för hela euroområdet. Tier two avser andra tillgångar som har särskild betydelse för nationella marknader.

Om svenska bostadsinstituts papper skall bli möjliga att pantsätta i ECBS även vid ett utanförskap behöver de sannolikt utgöra tier one-tillgångar. För alla tier one-tillgångar gäller bland annat att obligationerna måste vara denominerade i euro och att obligationerna måste vara "lokaliserade" i ett euro-land. Huruvida det kommer att vara attraktivt, eller ens möjligt, för de svenska bostadsinstituten att emittera obligationer som uppfyller dessa generella kriterier kan inte med säkerhet bedömas i nuläget. Möjligheterna att klassificeras som tier one-tillgångar skiljer sig mellan obligationer som uppfyller kraven i de aktuella EU-direktiven och för andra obligationer som emitterats av kreditinstitut. Guldkantade obligationer behöver inte uppfylla några särskilda krav på kreditvärdighet, medan andra obligationer som emitterats av kreditinstitut skall uppfylla tre speci-fika kriterier i detta avseende. Dessa är att obligationerna för varje utgåva skall ha en individuell rating som uppgår till en viss miniminivå, att papperen skall vara noterade på en registrerad marknadsplats samt att de skall vara utgivna i enlighet med det s.k. prospektdirektivet. Den specifika ratingnivån som kommer att krävas har ännu inte bestämts, varför det inte går att uttala sig med säkerhet om svenska bostadsobligationer kommer att uppfylla kraven.

Om Sverige går med i EMU kan svenska bostadsobligationer sannolikt bli pantsättningsbara som tier two-tillgångar, även om de inte skulle uppfylla kriterierna för tier one-tillgångar. Kriterierna för tier two-tillgångar specificeras av de nationella centralbankerna inom ramen för vissa minimivillkor som ECB ställer upp. Ett av dessa är att obligationerna normalt inte får vara emitterade av kreditinstitut. En undantagsmöjlighet från denna regel finns dock. I händelse av att Sverige går med i EMU är det troligt att ett undantag skulle beviljas för svenska bostadsobligationer och att bostadsobligationer därmed skulle bli pantsättningsbara som tier two-tillgångar.

Sammanfattningsvis bör ECB:s pantsättningsvillkor ha begränsad betydelse för huruvida en guldkantsreglering bör införas, så länge Sverige står utanför EMU. Det blir då i första hand pantsättningen i Riksbanken och de kriterier som Riksbanken ställer upp som kan tänkas ha betydelse för likviditeten på marknaden för bostadsobligationer. Ett visst behov för bostadsinstituten att bostadsobligationer skall kunna pantsättas i ECBS även vid ett svenskt utanförskap finns. Detta kan bli möjligt om de svenska bostadsobligationerna uppfyller kraven för att bli tier one-tillgångar, exempelvis den erforderliga ratingnivån.

I händelse av att Sverige går med senare i EMU kan pantsättningsvillkoren öka i betydelse, eftersom de då även kommer att gälla Riksbankens utlåning till banker. Det förefaller dock osannolikt att bostadsobligationer varken skulle bli pantsättningsbara som tier one- eller tier two-tillgångar. Enligt fullmäktiges mening finns det därmed ingen anledning att av dessa skäl nu reglera denna fråga. Det kommer att finnas gott om tid att följa utvecklingen av ECB:s pantsättningsvillkor, exempelvis de ratingkrav som ställs, och därmed, när en anslutning blir aktuell, bedöma bostadsobligationernas möjligheter att användas för pantsättning i centralbanken.

5 Övriga synpunkter

Skulle regeringen ändå välja att lägga förslag om en särskild reglering av bostadsobligationer anser fullmäktige att en högre säkerhetsnivå på sådana obligationer bör eftersträvas än vad som uppnås med utredningens förslag. Exempelvis skulle belåningsgraderna kunna sättas lägre än vad som föreslagits. Vidare bör det också övervägas om det är lämpligt att ge försäkringsbolagen möjlighet att placera så mycket som 40 procent av den reglerade tillgångsmassan i enskilda bostadsinstitut, eller om denna begränsning bör sättas lägre. Det bör påpekas att vid en sådan bedömning ställs försäk-ringstagarnas trygghet mot de fördelar som utredningens förslag anses medföra.

Enligt utredningens lagförslag skall medel som härrör från emission av guldkantade obligationer endast få användas för lån mot panträtt i fast egendom (förslag till ny 14 § 3 kap. lagen (1992:1610) om finansieringsverksamhet). Eftersom bostadsrätter i juridisk mening inte är

att betrakta som fast egendom, kan frågan ställas om avsikten är att lån till bostadsrätter inte skall inrymmas inom den föreslagna regleringen. Eftersom denna fråga inte behandlas i betänkandet är sannolikt avsikten att bostadsrätter inte skall exkluderas. Lagtexten bör därför, i händelse av att regleringen skulle införas, förändras för att beakta detta.

På fullmäktiges vägnar:

Kjell-Olof Feldt

Kerstin Alm