



## VIÐHORF

Jón Finnbogason

forstöðumaður skuldabréfa  
hjá Stefni hf.

# „Skuggabankar“ geta minnkað kerfisáhættu

**N**okkur umræða hefur farið fram um vöxt í skuggabankastarfsemi. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið hafa birt umfjöllun um málið. Fjármálastöðugleikaráð (e. Financial Stability Board (FSB)) birti nýlega skýrslu þar sem fram kemur að fjármögnun utan bankakerfisins hafi vaxið mikið og í árslok 2012 hafi hún numið helmingnum af öllu bankakerfinu í heiminum, skv. því úrtaki sem unnið var með. Skuggabankastarfsemi er því ekki tilvísun til hliðarmarkaðar á Íslandi sem hefur orðið til eftir hrun. Öll umræða um þá starfsemi sem hér um ræðir er af hinu góða, en hérlendis hefur minna farið fyrir umræðu um jákvæð áhrif slíkrar fjármögnunar.

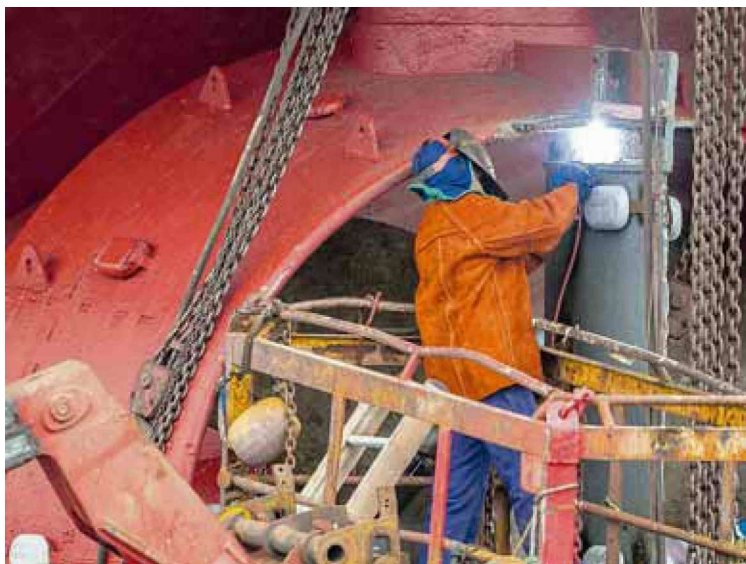
Hugtakið skuggabankastarfsemi (e. shadow banking) er nýtt í umræðunni. Skilgreina má hugtakið sem miðlun fjármagns með milli-göngu aðila og með aðferðum sem að hluta til eða að öllu leyti eiga sér stað utan viðskiptabanka. Fjármálastöðugleikaráð (FSB) hefur tekið fram að slík starfsemi, stund-uð með réttum hætti, sé virðisauk-andi fyrir hagkerfið. Með þessu nýja hugtaki er m.a. vísað til hug-taksins verðbréfun (e. securitization), sem á sér afar langa sögu og þekktist undir nafninu eignatryggð fjármögnun (e. asset-backed security). Eins og gildir um öll verk-færi er hægt að beita verðbréfun með réttum og röngum hætti. Óvar-

leg notkun verðbréfunar hafði af-gerandi áhrif á þróun fjármálakerfis á alþjóðlegum vettvangi á árunum 2007 og 2008. Síðan þá hefur reglu-verk sem gildir um verðbréfun tekið breytingum. Orðið skuggabanka-starfsemi hefur hins vegar yfir sér neikvæðan blæ, en er þó tilvísun til lögmætrar og umfangsmikillar starfsemi.

Dregið hefur verið fram í um-ræðuna að vegna gjalddeyrishafta hérlendis leiti fjárfestar í eignatryggða fjármögnun. Mikil einföld-un felst í slíkri framsetningu, auk þess sem hún virðist nokkuð gild-ishlaðin. Hið rétta er að eignatryggð fjármögnun hefur þrífist á Íslandi um langt skeið. Vönduð vinnubrögð og krafa um gagnsæi hafa drifið áfram eftirspurn eftir skuldabréfum með góðum trygg-ingum.

Milliliðir utan viðskiptabanka hafa mikilvægu hlutverki að gegna þegar kemur að miðlun fjármagns. Langtímafjármögnun lífeyrissjóða á fasteignafélögum eða húsnæð-islánum er gott dæmi um slíkt. Slík fjármögnun getur verið áhættusöm fyrir viðskiptabanka vegna upp-byggingar á þeirra eigin fjár-mögnun. Regluverk viðskiptabanka leggur ríkar skyldur á þá um lausafé og eiginfjárgrunn á móti langtímalánum. Gerir það þeim erf-iðara um vik að bjóða t.d. sam-keppnishæfa fasta vexti á lang-tímalánum. Sértryggð skuldabréf





banka eru þó að vissu leyti lausn á þessum vanda.

Með því að fjármagna lán eða lánasöfn með eignatryggðri fjármögnun, þar sem t.a.m. ríkir jafnvægi í líftíma eigna og skulda, er dregið úr ójafnvægi og áhættu í bankakerfinu í heild. Auk þess taka fjárfestar þá útlánaáhættu sem fylgir fjárfestingunni og vegna gagnsæis vita þeir hvaða tryggingar liggja til grundvallar. Komi til greiðslufalls tekur annað og einfaldara ferli við en í tilviki viðskiptabanka með aðkomu opinberra aðila eins og dæmin sanna.

Núverandi tillögur stjórnvalda um endurbætur á húsnæðislánakerfinu byggja á eignatryggðri fjármögnun þar sem sérstök húsnæðislánafélög verða stofnuð og þeim gert að tryggja jafnvægi í líftíma fjármögnunar og gagnsæi í sinni starfsemi. Hingað til hefur þessari lausn ekki verið líkt við skuggabankastarfsemi.

Í rúmlega áratug hefur Stefnir hf. komið að eignatryggðri fjármögnun. Stefnir er eftirlitsskylt fjármálfyrirtæki í sjóðastýringu og hefur átt gott samstarf við eftirlitsaðila um þessa starfsemi. Eignatryggð fjármögnun í öllum formum á vegum Stefnis er í dag um 200 milljarðar króna. Sem dæmi má nefna að Stefnir kom að fjármögnun húsnæð-

islána Kaupþings banka hf. með þeim hætti að sjóður á vegum Stefnis keypti húsnæðislánin og ábyrgðist sértryggð skuldabréf útgefin af bankanum. Sértryggðu skuldabréfin hafa alla tíð verið í fullum skilum þrátt fyrir fall bankans og greiðslufall á öllum öðrum skuldabréfum bankans. Þá hafa sjóðir á vegum Stefnis tryggt langtímafjármögnun á fjölmörgum fasteignum, t.d. Smáralind og Egilshöll. Þar bjóðast kjör sem hafa ekki verið í boði hjá viðskiptabönkum, auk þess sem jöfnuður líftíma er tryggður. Þannig er dregið úr kerfislægri áhættu.

Jamie Dimon, forstjóri JP Morgan Chase, sagði í síðustu ársskýrslu bankans að ekki ætti að tala um skuggabankastarfsemi, þar sem starfsemin færi ekki fram í skugga. Um væri að ræða samkeppnisaðila þar sem viðskiptavinir gætu í sumum tilfellum fengið betra verð. Erlenðis hafa fjármálafyrirtæki sem sinna eignastýringu vaxið mjög í miðlun fjármagns til atvinnulífsins. Það er því eðlilegt að það gerist einnig hérlendis.

Ávallt má skoða hvort ástæða sé til að breyta því regluverki sem gildir á fjármáلامarkaði. Það breytir þó ekki þeirri staðreynd að rétt notkun á eignatryggðri fjármögnun gerir fjármálakerfið öruggara fyrir samfélagið í heild.