

SECURITISATION

– REGULERINGS PÅVIRKNING AF AKTIVITETEN

Securitisation – The impact of the regulation on the activity

Kandidatafhandling

af Kenny Michael Andersen

d. 31. januar 2012

Vejledere:

Professor, lic.jur. Lennart Lynge Andersen

Professor, dr.merc. Finn Østrup

Cand.merc.(jur)-studiet

Copenhagen Business School

180.549 anslag

Abstract

Securitisation has been developed within the past three - four decades. In spite of the historical background, the regulative mechanisms of the product have not until recently been formed. In fact, the first global approaches through a regulation of securitisation were not seen until the late 1990's. As the market for securitisation has existed since the American agencies issued the first asset-backed-securities during the 1970's, the product has been acting on an unregulated platform for several years.

Despite the fact that the Basel I recommendations of 1988 had some incentive effects on the parties within the securitisation business, the rules did not contain any specific regulation on securitisation. It was not until the introduction of Basel II, the securitisation market was regulated and these guidelines included a separate chapter on securitisation. In other words, significant higher attention was given to the product.

This thesis primarily focuses on the rules included in Basel II and the effect of those on the securitisation activity. The overall purpose is to discuss to what extent the regulation of securitisation affects the activity. Further to a brief introduction to the financial instrument, an analysis of the development in the regulative position is provided. This analysis illustrates that the regulation before 2007 provided the agents on the securitisation market with incentives to apply assets with high credit risk in their securitisation activities. Moreover, the content of the rules caused an incentive to construct re-securitisations to obtain a more favorable risk valuation.

The activity in the securitisation market is illustrated particularly by analysing the MBS- and CDO-markets. The movement was booming from the beginning of the 2000's; the incentives in Basel II caused an even more immense rise in this activity. The explosion in securitisations of subprime loan was followed by a catastrophic meltdown in the same activity after 2007. The study shows that this crash was mainly led by imperfect information on the market, critical incentives of the originators and investors acting with bounded rationality. In the light of the meltdown, the regulators have modified the rules regarding securitisation. The thesis analysis discusses these modifications which primarily deal with stronger disclosure requirements and stronger incentives for originator to provide higher quality assets for the structures. However, it is concluded that these modifications are not sufficient to reach the main ambition of the changes, although the new rules are a step in the right direction. Consequently, suggestions for further modification of the regulation of securitisation are presented.

1. Indledning	4
1.1 Forord	4
1.2 Emne og problemformulering	5
1.3 Afgrænsning	6
1.4 Metode og struktur	7
1.5 The Basel Committee on Banking Supervision	8
2. Securitisation: struktur og rationaler	10
2.1 Struktur	10
2.1.1 Traditionel struktur	10
2.1.2 Alternativ struktur	11
2.2 Rationale for aktørerne	12
2.2.1 Originator	12
2.2.2 Investor	14
2.3 Fundamentale elementer	15
2.3.1 True Sale	16
2.3.2 SPV	17
2.3.3 Kreditforbedringer	17
2.4 Sammenfatning	18
3. Regulering af securitisation før 2007	20
3.1 Første reguleringsinitiativ	20
3.2 Udviklingen i reguleringen fra 1988	21
3.3 Den regulative position i 2007	23
3.3.1 Basel II	23
3.3.2 Securitisation under Basel II	24
3.3.3 Capital Requirements Directives	30
3.4 Sammenfatning	30
4. Securitisation og den finansielle krise	32
4.1 Udviklingen i securitisation	32
4.1.1 Produkterne	32
4.1.2 Det amerikanske boligmarked	36
4.2 Subprimelån	39
4.3 Nedsmeltningen i securitisationaktiviteten	43
4.3.1 Årsag til stigningen i securitisationer	43
4.3.2 Fald i huspriserne	44
4.3.3 Asymmetrisk information	45

4.3.4 Troværdighed til kreditvurderingsbureauer	46
4.3.5 Lemfældig kreditpolitik	48
4.3.6 Det endelige sammenbrud	48
Sammenfatning	49
5. Regulative tiltag som følge af krisen	50
5.1 Behovet for intervention	50
5.2 Tiltag fra Basel Komiteen	50
5.2.1 Forbedringer af Basel II	51
5.3 EU - Credit Requirements Directives	54
5.3.1 CRD II – Risk Retention Rule	54
5.3.2 CRD II – Krav om videregivelse af oplysninger	58
5.4 Sammenfatning	59
6. Vurderinger og perspektivering	60
6.1 ”Securitisationskrisen” – hvorfor?	60
6.2 En vurdering af de regulative tiltag	63
6.2.1 Tiltag i relation til originator	64
6.2.2 Tiltag i relation til investor	67
6.3 Yderligere og mere effektive tiltag	68
7. Konklusion	71
Litteraturliste	75
Bøger	75
Artikler	76
Regulering	80
Andet litteratur	81
Bilag 1	82

1. Indledning

1.1 Forord

Søgen efter nye finansielle strukturer og kapitalfremskaffelsesmuligheder har næppe været mere innovativ end i det seneste årti. Securitisationstrukturer har bidraget betydeligt til denne udvikling. Securitisationer er strukturerede produkter, der medvirker til både kapitalfremskaffelse og afhændelse af tungtvejende risikoposteringer. Finansielle institutter benytter flittigt dette produkt.

Reguleringen af securitisationer er et forholdsvis nyt tiltag. Det betyder dog ikke, at der ikke allerede har været behov for væsentlige modificeringer af denne regulering. Modificeringen er sket i takt med udviklingen i aktiviteten inden for securitisationfeltet. Dette moderne finansieringsprodukt og dets udvikling blev beskrevet ganske klart af Christine Lagarde, den daværende økonomi-, finans- og beskæftigelsesminister i Frankrig¹, i en artikel i Financial Times i oktober 2007²:

"Financial innovation, and in particular securitisation using increasingly complex techniques, has developed considerably over the last few years."

Antallet af forskellige og diversificerede finansielle produkter er ikke blot øget, men kompleksiteten er derudover steget markant. Securitisationarrangementer er blandt disse produkter, som ikke sjældent er tilpas uigennemskuelig for investorerne til at vurdere effektivt. Udviklingen på de finansielle markeder, specielt inden for strukturerede produkter, foregår med en sådan hast, at lovgiverne ofte ikke er i stand til at følge denne udvikling med passende regulering. Den kolossale udvikling i disse indviklede konstruktioner, sammenholdt med et særdeles kritisk forløb i securitisationernes underliggende aktiver, medførte i 2007 en signifikant nedgang på de finansielle markeder, og astronomiske tab; ikke alene for de involverede parter, men for økonomien som helhed.

Siden finanskrisen i 2007 indtraf, har securitisationarrangementer derfor dannet baggrund for utallige akademiske diskussioner, når årsagen til krisen har skullet fastlægges. Også på det politiske plan er securitisationarrangementers fordele og ulemper drøftet heftigt. Christine Lagarde nævner i den førnævnte artikel, at fordelene ved securitisation ikke kan betvivles, men at de strukturerede produkter skal flyttes fra barnestadiet til den modne verden. Det er åbenlyst, at der i kølvandet på krisen har været en nærmest

¹ Christine Lagarde er nu Direktør for Den Internationale Valutafond.

² Lagarde (2007).

panisk stemning i den politiske verden for at regulere de finansielle markeder og i særdeleshed de strukturerede produkter, der menes at bære det altoverskyggende ansvar for krisen. Derfor har den grundlæggende tanke også været at gøre markedet for securitisation mere overskueligt for investorer, således at disse bedre kan vurdere en potentiel investering.

Konsekvensen af denne politiske "regulerings-atmosfære", har været, at heftige modificeringer i reguleringen af de finansielle markeder, herunder securitisation, er blevet foretaget. Dog er stadig flere reguleringsmæssige tiltag under udarbejdelse, og de lovgivningsmæssige efterdønninger af krisen er derfor stadig ikke er afsluttet endeligt. Tiltagene er omfattende både inden for EU og i USA. Initiativerne bygger principielt på forandrede anbefalinger fra Basel Komiteen, der, i tiden efter krisen var sprunget ud, fremkom med modificeringer til de på tiden eksisterende Basel anbefalinger. EU greb omgående disse nye anbefalinger og fremlagde forslag til ændringer i Capital Requirement Directives. Spørgsmålet er imidlertid, hvor meget reguleringen i virkeligheden påvirker udviklingen i securitisationer.

1.2 Emne og problemformulering

Securitisationreguleringens umodne udviklingstrin sammenholdt med den finansielle krise, hvor securitisationstrukturen altså har fået en stor del af ansvaret, gør det ganske interessant at vurdere sammenhængen mellem reguleringen og udviklingen i aktiviteten. Forfatteren bekendt, er dette felt ganske sjældent berørt i litteraturen, hvorfor det er helt essentielt at belyse området. Således er det bærende perspektiv for nærværende afhandling at klarlægge reguleringsudviklingen i relation til securitisationer og dennes effekt på aktiviteten i produktet. I forlængelse heraf er det endvidere nærliggende at vurdere effekten af de modificerede reguleringsmæssige tiltag i lyset af krisen.

Disse tanker medfører følgende problemformulering:

➤ ***Hvorledes påvirker reguleringsmæssige mekanismer aktiviteten i securitisationer?***

Den overordnede problemformulering søges besvaret gennem tre underordnede problemstillinger:

1. *Hvordan var og er securitisation reguleret før, under og efter den finansielle krise i 2007?*
2. *Hvorledes har aktiviteten i securitisationer udviklet sig gennem det seneste årti?*
3. *I hvilket omfang har modificeringer af reguleringen sikret et fremtidigt stabilt securitisationmarked?*

Formålet med afhandlingen er altså overordnet at redegøre for markedet for securitisation før, under og efter den finansielle krise. Dette søges opnået gennem en gennemgående juridisk analyse af udviklingen i de regulative standpunkter i relation til produktet, samt en analyse af effekterne af disse reguleringer. Med

andre ord skal effekterne af de nye juridiske tiltag inden for securitisation i sidste ende fastlægges og analyseres. For at opnå disse mål vil studiet have en konkret og formålsbestemt struktur. Indledningsvist skal securitisation defineres. Dette indebærer en introduktion til den traditionelle struktur samt en diskussion af rationalet for produktet. Hernæst vil kapitel 3 redegøre for reguleringen, der forelå før krisen indtraf i 2007. Kapitel 4 præsenterer en analyse af udviklingen i securitisationer. Kapitlet vil analysere forskellige produktkategorier og forsøge at vurdere, hvorledes aktiviteten i disse produkter har udviklet sig. Kapitel 5 vil derefter præsentere en dybdegående juridisk analyse af de førnævnte lovgivningsmæssige tiltag efter 2007, for herefter at diskutere de egentlige effekter af denne regulering i kapitel 6. I dette sidste kapitel vil afhandlingen endvidere stille kritiske spørgsmål til den reguleringsmæssige tilgang samt forsøge at klarlægge, om de politiske ambitioner er opnået, eller om de reguleringsmæssige tiltag i virkeligheden er utilstrækkelige.

1.3 Afgrænsning

I lyset af finanskrisen er et utal af interessante problemstillinger inden for strukturerede finansielle produkter opstået. Afhandlingen vil dog alene have fokus på securitisation og ikke andre produkttyper.

Formålet med opgaven er ikke at give en udtømmende gennemgang af problematikker angående securitisationarrangementer, herunder samtlige forskelligartede strukturer og alternative produktkategorier. Endvidere er formålet med opgaven ikke at give en vejledning i dokumenthåndteringen af securitisationstransaktioner eller en grundig beskrivelse af alle tænkelige aktører på markedet. Disse spørgsmål er hyppigt berørt i litteraturen. Introduktionen vil alene fokusere på den helt traditionelle og simple transaktion, og vil derfor ikke gå ind i en dybere beskrivelse af forskellige typer securitisationer. Dette er ikke relevant set i lyset af opgavens problemformulering.

Opgaven vil alene have fokus på den finansielle sektor. Således er securitisationer uden for den finansielle sektor ikke interessant i forbindelse med besvarelsen af opgavens problemformulering. Dette standpunkt skal dog modificeres i relation til kapitel 2, hvor der gives en helt generel introduktion til securitisationer.

Opgavens juridiske afsnit vil hovedsageligt fokusere på Basel Komiteens arbejde samt EU-rettens implementering heraf. Således vil SEC's regulering blot blive inddraget kort, hvor der måtte være yderligere problemstillinger, der ikke er berørt af Basel Komiteen og EU, af relevans for opgaven. Grunden hertil er, at Basel Komiteens arbejde er ganske omfattende og tillige danner standarder for den globale finansielle regulering. Ved at analysere Basel Komiteens anbefalinger opnås et kendskab til de overordnede linjer i den finansielle lovgivning.

Forslaget til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF om supplerende tilsyn med kreditinstitutter, forsikringsselskaber og investeringsselskaber i et finansielt konglomerat³, også kaldet CRD IV, der skal regulere adgangen til indlånsaktivitet⁴, vil ikke blive inddraget i analysen. Grunden hertil er, at der på nuværende stadie alene er tale om et forslag, hvorfor det endelige indhold ikke nødvendigvis er identisk med det nuværende forslag. Det findes derfor mere relevant at fokusere på de allerede vedtagne reguleringer, idet diskussion af effekterne heraf er mere håndgribelige. Der blev samtidig med forslaget til CRD IV fremlagt et forslag til en forordning⁵, der skal regulere, hvordan kreditinstitutter og investeringsvirksomhedernes aktiviteter udøves⁶. Denne forordning vil ikke blive inddraget i analysen af samme grund som CRD IV.

Kreditvurderingsbureauer vil blive omtalt, hvor det findes relevant. Det skal dog bemærkes, at en udførlig analyse af disse bureauer herunder deres eventuelle effekt på subprimekrisen ikke vil blive foretaget. I forlængelse heraf vil en vurdering af reguleringen af bureauerne helt blive udeladt. Disse områder vurderes at være for omfangsrige til at inddrage; de bør således danne baggrund for et enkeltstående studie.

1.4 Metode og struktur

Opgaven vil blive opbygget ud fra en samfundsmæssig synsvinkel. Det metodiske udgangspunkt vil være den af Børge Dahl beskrevne erhvervsjuridiske metode, hvorefter formålet er at anvende juraen, således at der disponeres optimalt⁷. Sammenhængen mellem denne metode og opgaven vil være, at ambitionen netop er at klarlægge effekten af reguleringen af securitisation. På sin vis kan det hævdes, at studiet vil fokusere på at vurdere, om lovgiver har struktureret reglerne optimalt - herunder om formålet med modificeringerne er opfyldt.

Opgavens systematik vil rent principielt blive opdelt i to kernemetoder. På den ene side vil studiet indeholde en retdogmatisk analyse af det lovgivningsmæssige standpunkt i relation til securitisation før, under og efter krisen i 2007. Med den retsdogmatiske metode menes, at gældende ret systematiseres, beskrives samt analyseres for at løse konkrete juridiske problemstillinger. Hvad der er gældende ret, må

³ Bruxelles, den 20. juli 2011; KOM (2011) 453 endelig.

⁴ Pressemeddelelse; IP/11/915.

⁵ Europa-Parlamentets og Rådets Forordning om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber.

⁶ Pressemeddelelse; IP/11/915.

⁷ Dahl m.fl. (2006, s. 28).

konkluderes på baggrund af retskilderne⁸. Denne traditionelle metodik må dog nødvendigvis modificeres i denne opgave, idet formålet ikke er at finde frem til løsningen på et konkret problem. Derimod er ambitionen at vurdere retsstillingens effekt på det relevante finansielle produkt. Denne linje ændrer dog ikke på, at den traditionelle struktur i den retsdogmatiske metode er anvendelig. På den anden side vil der anvendes en traditionel økonomisk tilgang til analysen af udviklingen i securitisationaktiviteten. Metoden, der anvendes, vil tage udgangspunkt i en større mængde dataserier, der gennemarbejdes og systematiseres, således at en grundig vurdering af udviklingen kan foretages.

Sidst vil opgaven forholde sig til retsreglerne ud fra en mere retsøkonomisk synsvinkel. Hermed menes, at der vil blive foretaget en økonomisk analyse af retten. Dette er relevant og væsentligt, idet retsøkonomien netop beskæftiger sig med et samfundsmæssigt analyseniveau⁹.

1.5 The Basel Committee on Banking Supervision

Basel Komiteens arbejde danner baggrund for den globale finansielle regulering. Af denne grund vil Komiteens anbefalinger hovedsageligt danne grundlag for opgavens juridiske diskussioner. Basel Komiteens fulde navn er: the Basel Committee on Banking Supervision, og er stiftet under the Bank of International Settlements (BIS), som blev etableret i 1930¹⁰. Komiteen, som for tiden består af 27 medlemslande¹¹, har til formål at forbedre kvaliteten af banktilsyn globalt. Landene er repræsenteret ved deres centralbanker og deres nationale tilsynsmyndighed. Komiteen publicerer anbefalinger og guidelines, hvor de måtte finde det nødvendigt. Således er Komiteen mest kendt for sine anbefalinger i relation til kapitaldækningskrav, hvilke da også vil have en central rolle i dette studie. Målsætningerne for Komiteens arbejde kan inddeles i tre kategorier:

1. udveksling af information mellem nationale tilsynsvirksomheder,
2. forbedring effektiviteten af teknikker til at føre tilsyn med internationale banker, og
3. fastsættelse af visse minimumsstandarder.

⁸ Nielsen og Tvarnø (2011, s. 28-29).

⁹ Nielsen og Tvarnø (2011, kapitel 13).

¹⁰ Convention respecting the Bank for International Settlements of 20 January 1930.

¹¹ Argentina, Australien, Belgien, Brasilien, Canada, Kina, Frankrig, Tyskland, Hong Kong, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Korea, Luxembourg, Mexico, Holland, Rusland, Saudi Arabien, Singapore, Sydafrika, Spanien, Sverige, Schweiz, Tyrkiet, Det Forende Kongerige og USA. EU har en opserverende status.

Basel Komiteens arbejde er ikke som sådan bindende for medlemmerne. Materialet, der kommer fra Komiteen, har dog vist sig at være ganske sigende for den generelle finansielle regulering, hvorfor opgaven primært vil fokusere på anbefalingerne. Ambitionen er således at give et mere overordnet billede af, hvilken vej den regulative udvikling bevæger sig.¹²

¹² Se mere på hjemmesiden for Bank of International Settlements: www.bis.org.

2. Securitisation: struktur og rationaler

2.1 Struktur

Indledningsvist må det klarlægges, hvad der principielt forstås ved begrebet securitisation. Den Internationale Valutafond (IMF) har følgende definition på en securitisation, som i virkeligheden beskriver setuppet ganske godt:

*"Securitisation results in debt securities for which coupon or principal payments (or both) are backed by specified financial or non-financial assets or future income streams. A variety of assets or future income streams may be used securitised including, among others: residential and commercial mortgage loans; consumer loans; corporate loans; government loans; credit derivatives, and future revenue."*¹³

Som udgangspunkt lyder denne definition temmelig overskuelig. Således kan en helt traditionel securitisation vel nok betegnes som en simpel overdragelse af fordringer.¹⁴ Securitisationarrangementer er dog som oftest mere komplekse end som så. Dette kapitel vil derfor give en selvstændig og indledende introduktion til, hvad begrebet securitisation dækker over.

2.1.1 Traditionel struktur

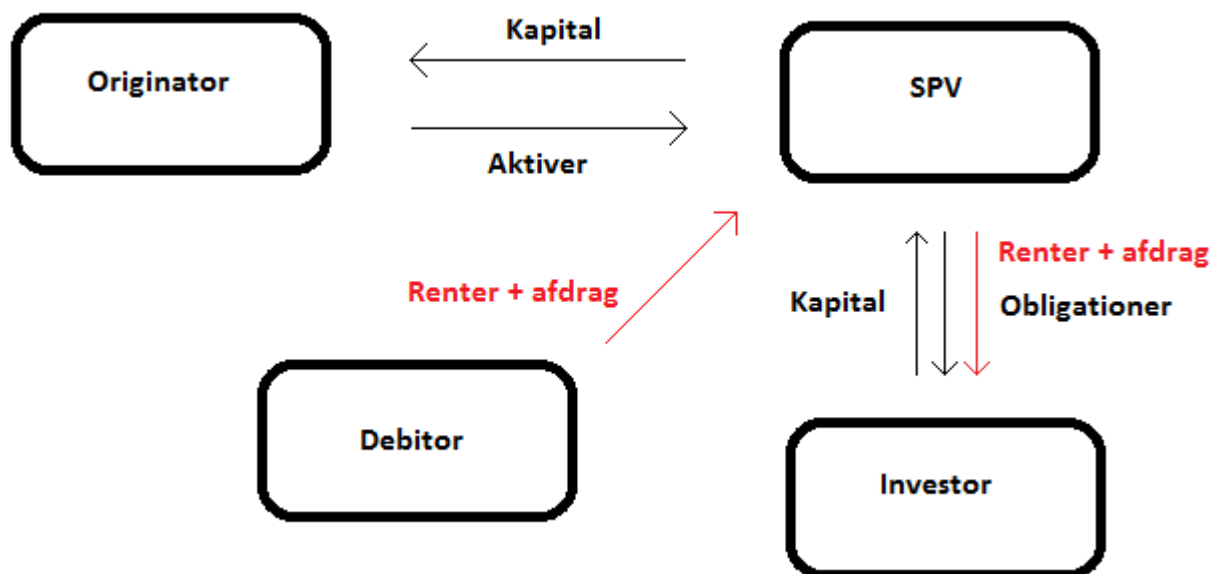
Securitisation er grundlæggende en metode, hvorpå der kan fremskaffes kapital til organisationen. Dette står i modsætning til andre strukturerede produkter, herunder derivater, hvis formål overvejende er hedging af risici. Securitisation er, som begrebet antyder, en form for sikret finansiering. I modsætning til mere traditionelle metoder at fremskaffe kapital på, eksempelvis obligationsudstedelser eller syndikerede lån, kan der gennem securitisation skaffes kapital mod sikkerhedsstillelse. Grundlæggende indebærer den sikkerhedsstillede finansiering, at der gives sikkerhed i en pulje af aktiver, også kaldet referenceporteføljen, der overføres til et særligt Special Purpose Vehicle (SPV) sat op af originator. Originator er pågældende, som etablerer securitisationarrangementet, og som derved oprindeligt kreerer aktiverne. Til gengæld for aktivpuljen, overfører SPV'et værdien af aktiverne til originator i form af kapital. Således er der i princippet tale om et salg af aktiver fra originator til det særligt opførte SPV. Måden, hvorpå SPV'et fremskaffer kapitalen til købet, er ved at udstede sikrede obligationer, hvorved der stilles sikkerhed i den til SPV'et overførte aktivmasse. Strukturen indebærer, at obligationsejerne grundlæggende ikke har nogen rettigheder

¹³ IMF (2009).

¹⁴ Andersen og Tamasauskas i Andersen (2008, s. 183).

mod originator, men alene rettigheder mod SPV'et¹⁵. Med andre ord er originator fri af ethvert ansvar over for obligationsejerne. Aktivmassen, der securitiseres, er typisk gældsforpligtelser. Det betyder, at SPV'et løbende vil modtage renter og afdrag fra de enkelte debitorer. Disse renter og afdrag anvendes til at betale renteforpligtelserne overfor obligationsejerne. Med andre ord er der tale om et simpelt balanceprincip, som kendes fra de danske realkreditinstitutter, hvor der er en tæt sammenhæng mellem cash-flowene fra obligationerne og aktiverne, der ligger til sikkerhed for obligationerne.

En meget forsimplet udgave af en traditionel securitisationkonstruktion ser således ud:



Figur 1 (Egen kreation)

2.1.2 Alternativ struktur

Securitisation er mere end blot den ovenfor viste traditionelle struktur. Et hyppigt anvendt alternativ er en såkaldt syntetisk securitisation. Denne form for securitisation kan rettelig betegnes som en kunstig securitisation. Formålet er ikke kapitalfremskaffelse, men udelukkende overførsel af risiko. Metoden er en anelse mere kompliceret end en traditionel konstruktion. Rent mekanisk foregår der ikke en egentlig overførsel af aktiver fra originator til SPV'et. I stedet udsteder SPV'et såkaldte credit-default-swaps (CDS) til originator. En CDS er et derivat, hvis formål er, at beskytte køberen mod kreditrisiko. CDS'en refererer til specifikke events, som beskyttelsestager ønsker at beskytte sig mod. Dette er typisk misligholdelse af bestemte aktiver i originators besiddelse. I en syntetisk securitisation vil SPV'et være beskyttelsesgiver,

¹⁵ Processen betegnes som ringfencing.

mens originator vil være beskyttelsestager. Samtidig med udstedelsen af CDS til originator, udsteder SPV'et credit-linked-notes (CLN) til investorer. Kapitalen, som SPV'et modtager fra investorer til CLN'erne, investeres i AAA-vurderede obligationer. SPV'et modtager nu forrentning på disse AAA-obligationer, som anvendes til at betale forrentningen på CLN'erne. Såfremt en event, som er dækket af CDS'en, indtræder, vil renteindtægterne på AAA-obligationerne anvendes til at kompensere originator for dennes tab som følge af eventens indtræden. Det betyder, at CLN-investorerne ikke kan modtage deres forrentning. Dette er der taget højde for i dokumentationen til CLN-obligationerne, således at forrentningen bliver nedsat i forbindelse med at CDS'en bliver udløst. Således er det i princippet CLN-investorerne, der påtager sig kreditrisikoen for originators aktiver.

Syntetisk securitisation vil ikke blive behandlet yderligere i denne afhandling.

2.2 Rationale for aktørerne

2.2.1 Originator

Det overordnede formål med at etablere et securitisationarrangement er at fremskaffe kapital. På den ene side er securitisation, til forskel fra en simpel lånoptagelse, mere et salg af cash-flow, der ellers ville have tilgået originator. På den anden side er securitisation ikke blot et traditionelt lånsalg, som vi kender det, når syndikerede banker frasælger deres andel af syndikeringen via eksempelvis TLC eller TLI¹⁶. Forskellen er af ganske betydelig kommerciel værdi. I et typisk lånsalg vil en syndikeringsbank ofte sælge sin andel af lånet til et andet syndikeringsmedlem, eller alternativt til udenforstående finansielle aktører. Dette vil andet lige skabe nogle kommercielle vanskeligheder, idet man næppe ønsker at tilgodese en direkte konkurrent. Denne vanskelighed løses gennem en securitisation, hvor investorerne typisk er mere diversificerede.

Fremskaffelse af kapital er som bekendt forbundet med ofte betydelige omkostninger. Derfor er det nødvendigt for originator at afsøge de billigst mulige finansieringsmuligheder. Når kapitalen fremskaffes gennem en securitisation, vil kapitalomkostningerne være billigere end under en almindelig kapitalfremskaffelse ved hjælp af låntagning eller kapitalforhøjelse. Grunden hertil er, at aktiverne, som institutionen har etableret, sælges til SPV'et, som betaler markedsprisen for disse aktiver. Finansieringen

¹⁶ TLC (Transferable Loan Certificate) er baseret på common law begrebet novation. Basalt set er det et dokument, der udstedes af agentbanken i et syndikat til et medlem af syndikatet på vegne af debitor og de andre syndikeringsbanker. Dokumentet indeholder grundlæggende retten til at være medlem af syndikatet. TLI (Transferable Loan Instrument) er baseret på common law begrebet assignment. TLI udstedes til syndikeringsbanken, som ønsker at sælge sin andel af lånet. Besidderen af TLI har retten til at modtage renter og afdrag som udspecificeret i syndikeringsaftalen. Se for uddybning: Tennekoon R (1991).

bliver til gennem udstedelse af obligationer, hvor renter og afdrag til disse obligationer betales af pengestrømme fra referenceporteføljen. Renten på obligationerne vil være lavere, end hvis organisationen selv skulle udstede disse obligationer, idet man i SPV'et kan give sikkerhed i alle aktiverne. Dermed får investorerne sikkerhed i en hel pulje af aktiver, hvorfor risikopræmien reduceres. Endvidere er investorerne sikret som eneste kreditorer. Alt andet lige er investor dermed udsat for lavere risiko, end hvis han var långiver til organisationen på traditionel vis. Effekten er, at kapitaltilgangen til originator gøres væsentlig billigere end traditionel kapitalfremskaffelse.

For originator er securitisation dog mere end bare et finansieringsinstrument. Set med finansielle institutters øjne er securitisation et oplagt værktøj til håndtering af risikolelsen; altså en måde, hvorpå instituttets risikoprofil kan modificeres. Den globale finanssektor er underlagt signifikant regulering i relation til sin risikoprofil. Således skal banker og andre finansielle institutter leve op til visse kapitalkrav, der baserer sig på Basel Komiteens anbefalinger. Det betyder navnlig, at finansielle institutter som minimum skal besidde kapital svarende til 8 procent af de risikovægtede aktiver. Aktiver, som et finansielt institut besidder, er navnlig fordringerne på sine kunder, herunder boliglån, billån etc. Det har derfor naturligvis stor interesse for bankerne, såfremt man kan skille sig af med dele af disse aktiver, således at et mindre kapitalbehov er nødvendigt. Securitisation er i denne forbindelse oplagt, idet man netop her skiller sig af med aktiverne fra sin egen balance¹⁷.

I forbindelse med optagelse af fremmedkapital vil der som altovervejende hovedregel blive indføjet en såkaldt negative pledge klausul i lånedokumentationen. Denne klausul fastsætter i sin traditionelle udgave, at låntager ikke må stille sikkerhed i nogle af sine aktiver over for tredjemand. Det betyder i praksis, at såfremt låntager på et senere tidspunkt har brug for yderligere kapital, kan dette ikke ske som et lån med sikkerhed og deraf de medførte lavere omkostninger. Konsekvensen ved alligevel at gøre det er, at låntager misligholder den første kontrakt, hvorved lånet forfalder til indfrielse straks. Klausulen kan omgås gennem securitisation. Da SPV'et stiller aktiverne til sikkerhed for de udstedte obligationer, vil originator i princippet kunne opnå funding med sikkerhedsstillelse. Negative pledge klausulen i originators anden låneaftale vil ikke blive brudt, idet det netop ikke er originator selv, som længere besidder aktiverne, der er stillet sikkerhed i.

¹⁷ Under forudsætning af, at securitisation konstruktionen gennemføres som off balance-sheet. Se nærmere herom nedenfor.

2.2.2 Investor

For at securitisationkonstruktioner skal fungere i praksis, er det naturligvis essentielt, at der findes investorer med incitament til at investere i netop denne type struktur. Grundlæggende tilbyder securitisation en række attraktive elementer for investor herunder god kreditvurdering, god modstandskraft samt god risikospredning¹⁸.

Først og fremmest har investering i securitisation direkte sikkerhed i specifikke aktiver. Endvidere er SPV'et isoleret for enhver form for insolvens hos originator. Disse elementer er naturligvis en fordel for investor i forhold til at investere direkte i originators virksomhed uden at få nogen sikkerhed overhovedet. Såfremt originator bliver insolvent, vil investorerne i SPV'et ikke blive påvirket på nogen måde. SPV'et bør alt andet lige være en mere sikker investering end en investering i originator, idet der i SPV'et alene er tale om en og samme aktivitet. Derudover kan kun investorer starte insolvensbehandlinger mod SPV'et, hvilket reducerer risikoen for insolvens i SPV'et. Sidst er der typisk foretaget kreditforbedringer til fordel for SPV'et i form af overcollateralisation eller garantier¹⁹.

Et af formålene med securitisation er at etablere et SPV, hvis obligationer får bedst mulig kreditvurdering. Dette er essentielt for at tiltrække investorer, da det primære incitament for disse til at implicere sig i securitisationkonstruktioner er baseret på risikoelementet.²⁰ Investorerne er typisk finansielle institutioner, som er underlagt finansiell og kapitalmarkedsretlig lovgivning. Det betyder, at disse investorer, lige som en finansiell institution (i sin egenskab af originator), er pålagt stramme minimumskapitalkrav, som blandt andet baseres på, hvor risikofyldte instituttets investeringer er, baseret på kreditvurderinger. Af denne grund er finansielle investorer naturligvis også interesserede i at investere i obligationer med høj vurdering. Til dette formål er securitisation essentielt, idet investorerne opfylder dette formål gennem SPV'ets obligationer, som har bedst mulig kreditvurdering. Den fordelagtige vurdering opnås ved at etablere forskellige former for supplerende sikkerhed for de underliggende aktiver²¹.

Et væsentligt incitament for investor til at investere i securitisation er konstruktionens mulighed for en særdeles fordelagtig risikoreducering. Risikoreduceringen opnås primært gennem etableringen af trancher og en water fall struktur. Metoden medfører, at obligationerne fra SPV'et udstedes i forskellige grupper med hver deres prioritering i forhold til betaling af renter og afdrag og dermed også prioritering i forhold til

¹⁸ Kothari (2006, s. 102).

¹⁹ Se mere om kreditforbedringer og insolvensisolering nedenfor.

²⁰ Østrup (2010, kapitel 2).

²¹ Se mere under "Kreditforbedringer".

tabsabsorbering ved misligholdelse i porteføljen. Strukturen gør, at obligationerne kan målrettes diversificerede investorer med forskellige risikoprofiler. Risikoen i forbindelse med aktiverne bliver dermed allokeret optimalt. Ydermere kan investorerne få adgang til risikoen til markedspriser, idet kreditrisikoen nu principielt udbydes til disse. Det betyder, at risikoen bliver allokeret til dem, der er mest villige til at bære den. Fra et samfundsmæssigt synspunkt vil dette alt andet lige medføre større efficient allokering af kapitalressourcerne.

2.3 Fundamentale elementer

For at securitisationkonstruktionen skal opfylde de basale rationaler for parterne, er der elementer i strukturen, som må overvejes nøje. Det skyldes, at adskillige faktorer kan påvirke det enkelte securitisationarrangement. For det første er det essentielt, at SPV'et modtager bedst mulig kreditvurdering af de eksterne kreditvurderingsbureauer; det vil sige en såkaldt "AAA-rating". Grunden hertil er ganske simpel. Såfremt SPV'et ikke modtager højst mulige rating, vil investorerne forlange en højere rente grundet den lavere kreditvurdering med deraf følgende højere omkostninger for originator. Udover de højere omkostninger vil et sådan scenario være særdeles relevant, såfremt originator ikke selv har bedste kreditvurdering. I dette tilfælde vil originator kunne foretage en securitisation af sin aktivportefølje og gennem SPV'et udstede AAA-vurderede obligationer med lav forrentning. På denne måde kan originator skaffe billigere kapital ved at foretage en securitisation end ved selv at udstede obligationer, som grundet den lavere kreditvurdering vil skulle forrentes højere²².

Dernæst er det fundamentalt for originator at få etableret SPV'et således, at det ikke vil fremgå af originators regnskab; såkaldt off balance-sheet treatment. Det skyldes, at såfremt SPV'et påføres originators regnskab, vil der være risiko for en såkaldt omklassifikation i visse jurisdiktioner. Med det menes, at der i tilfælde af misligholdelse fra SPV'ets side, eller insolvensbehandlinger af SPV'et, vil ske en omklassifikation fra, hvad originator mente var en endelige overførsel af aktiver til SPV'et, altså et egentligt salg, til at blive klassificeret som sikkerhedsstillelse. Konsekvensen vil være fatal for originator, idet investor i SPV'et så typisk vil kunne rette et eventuelt krav mod originator. Dette skal for alt i verden undgås, da originator således ikke vil kunne fralægge sig den egentlige kreditrisiko på aktiverne. Baselreglerne opstiller specifikke betingelser for en sådan legal overførsel.

²² Dette aspekt er særdeles relevant i det nuværende finansielle marked, hvor adskillige storbanker er nedvurderet.

2.3.1 True Sale

En af de mest grundlæggende metoder til at undgå ovennævnte problemstillinger er at sikre sig, at der er tale om en endelig overførsel af de pågældende aktiver fra originator til SPV'et. I denne forbindelse skal visse krav være opfyldt. Metoden kendes som *true sale*. I langt de fleste tilfælde vil kravene, der skal opfyldes, være krav, der udstikkes af kreditvurderingsbureauerne. Grunden er ganske enkel, at såfremt der er en risiko for, at overførslen ikke vil blive betragtet som et true sale, vil der være en risiko for, at SPV'et vil blive inddraget ved eventuel insolvens hos originator. Konsekvensen er, at kreditvurderingen ikke vil blive højere, end hos originator, hvis ikke endda lavere. Kravet er således helt grundlæggende, at SPV'et og originator skal være fuldstændig isoleret fra hinanden. Kravene kan i de enkelte tilfælde være ganske omfattende fra kreditvurderingsbureauerne, og en analyse af alle potentielle forlangender ligger uden for formålet med denne afhandling. Dog skal enkelte essentielle elementer kort præsenteres.

Først og fremmest er der naturligvis en række juridiske forudsætninger, der skal være opfyldt. For det første skal SPV'et være helt og aldeles adskilt fra originator med hensyn til ejerskab og kontrol. Dernæst må insolvensretten på stedet for originator granskes ganske omhyggeligt. Det skal sikres, at der i tilfælde af insolvens hos originator ikke er nogen mulighed for en såkaldt clawback mod SPV'et; altså at originators kreditorer kan rette deres krav mod SPV'et eller aktiverne heri. For det tredje er gældende modregningsregler af fundamental betydning. Her er det relevant at se nærmere på to regelsæt ud fra et internationalt privatretligt perspektiv. Det ene er loven, der finder anvendelse på selve aktivet; det vil sige lovvalget i eventuelle lånedokumenter eller lignende. Det andet regelsæt er insolvensretten for originator. Begge regelsæt kan i princippet give skyldner ret til en eventuel modregning i tilfælde af insolvens hos originator på trods af kreditorskiftet til SPV'et. Dette skal undgås, idet SPV'et ellers potentielt vil miste renter eller afdrag som følge af denne modregning. Faktorer, der kan overvejes, er, om en denunciation til skyldner i forbindelse med kreditorskiftet er nødvendigt, eller om der i lånedokumentationen skal indføres en fraskrivelse af eventuelle modregningsmuligheder. Overvejelserne må bero på de enkelte anvendelige regelsæt, og hvad disse giver mulighed for og tillader.

Udover fundamentale juridiske elementer må også regnskabsmæssige regelsæt og regnskabspraksis betragtes nøje. Det skyldes naturligvis, at på trods af at ovenstående juridiske dilemmaer er behandlet med succes, vil denne succes hurtig forvandles til fiasko, såfremt regnskabet hos originator indeholder elementer fra SPV'et. Dette vil, som før nævnt, få nogle jurisdiktioner til at omklassificere det egentlige salg til en simpel sikkerhedsstillelse, og derved vil alle de juridiske finpudsninger ingen effekt have. For at undgå dette må relevante regnskabsregler gennemgås og analyseres. Endvidere skal regnskabskyndige konsulteres for en godkendelse af, at SPV'et vil blive holdt væk fra originators regnskab.

For finansielle institutioner må også kapitalmarkedsretlig regulering gennemgås. Denne analyse vil præsenteres i det følgende kapitel.

2.3.2 SPV

Ombygningen af et SPV har stor betydning for den endelige securitisationkonstruktion og dennes kreditvurdering. For det første må SPV'et ikke være en del af originators selskabsfamilie. Det betyder, at originator ikke kan være forbundet til SPV'et i form af eventuelle aktieposter. I stedet vil en common law trust ofte anvendes som aktionær i SPV'et. På denne måde vil originator ikke have et selskabsretligt bånd til SPV'et.

Dernæst må SPV'et være såkaldt bankruptcy remote. Det betyder, at SPV'et ikke må kunne bringes i insolvensbehandlinger af andre end investorerne. Opmærksomheden må her henledes til flere omstændigheder. Først er skatteforhold altid af væsentlig betydning, da skat som altovervejende hovedregel altid har fortrinsret over for andre kreditorer. Det er derfor fundamentalt, at SPV'et inkorporeres i en jurisdiktion uden skatter. Dernæst er det vigtigt, at SPV'et ikke har medarbejdere ansat, således at alle funktioner i SPV'et er kontraheret til eksterne agenter. Det skyldes, at der rent principielt ikke foreligger midler til aflønning i SPV'et grundet balanceprincippet. Endvidere ville der med medarbejdere ansat være risiko for, at disse vil kunne bringe SPV'et i insolvensbehandlinger. Dette er ikke ønskeligt, da konkursrisikoen dermed øges, hvormed konsekvensen vil være en lavere kreditvurdering. For at undgå dette vil originator oftest være administrator for SPV'et. Dette sker på markedsvilkår gennem en serviceaftale. I serviceaftalen vil en såkaldt non-petition klausul indskrives, hvorefter originator som servicer ikke kan bringe SPV'et i insolvensbehandlinger indtil investorerne er fuldt ud indfriet. Denne klausul er ikke anerkendt i alle jurisdiktioner, hvorfor dette også er et væsentligt element, når SPV'ets lokalitet skal bestemmes.

2.3.3 Kreditforbedringer

Kreditvurderingsbureauerne kan i særlige tilfælde stille yderligere krav til konstruktionen, således at SPV'ets kreditværdighed forbedres. Her er flere metoder almindeligvis anvendt afhængig af den enkelte situation.

Ofte vil originator strukturere en overcollateralisation. Hermed menes, at originator overfører aktiver for en større værdi, end han modtager kapital for. På denne måde vil der i SPV'et være flere aktiver, end man i princippet har betalt for, hvorved kreditværdigheden åbenlyst højnes. Der er altså en margin mellem værdien af aktiver og størrelsen på kapitalen, der er betalt for aktiverne. Der er flere problemer i dette setup. For det første vil originator som oftest være interesseret i at få tilbageført en eventuel margin, så snart

obligationerne er indfriet. Dette potentielle scenarium kan have effekt på den uheldige omklassificering, da den relevante lovgivning muligvis vil betragte originators ret til tilbagebetaling af marginen som en ret til tilbagelevering af aktiverne. Således vil man omklassificere true sale til blot at være en sikkerhedsstillelse. Det andet problem opstår i relation til originators insolvenslovgivning. Såfremt originator kommer under insolvensbehandling, vil insolvenslovgivningen muligvis erklære overførslen af aktiverne til SPV'et for ugyldig med henvisning til, at aktiverne er handlet til under markedsprisen. Derved falder hele securitisationkonstruktionen til jorden. Disse problemstillinger må undersøges grundigt, før en eventuel overcollateralisation anvendes.

En alternativ metode, hvorpå kreditværdigheden kan forbedres, er gennem differentiering i trancherne i forbindelse med obligationsudstedelsen. Rent mekanisk sker dette ved, at SPV'et udsteder obligationer med forskellige rettigheder. Meget forenklet udstedes både seniornotes og juniornotes, hvor seniornotes er prioriteret i forhold til juniornotes. Seniornotes vil derved få en højere kreditvurdering end juniornotes, hvilket naturligvis også afspejles i forrentningen. Obligationsinstrumenterne indeholder, som nævnt, en water fall klausul, hvorved det fastsættes, at seniornotes tilbagebetales før juniornotes. Det betyder, at såfremt SPV'et lider et tab på aktiverne, vil obligationsejerne af juniornotes være de første til at bære dette tab.

Ud over disse to muligheder er alternativerne mange. Herunder kan nævnes monolineforsikringer, almindelige likviditetsfaciliteter stillet til rådighed af finansiell virksomhed, garantistillelse fra tredjemand eller traditionel hedging af risiko gennem derivatkonstruktioner. Fælles for disse alternativer er dog, at de som oftest medfører betydelige omkostninger. Derudover skal det holdes for øje, at såfremt en ekstern agent impliceres i securitisationarrangementet i forbindelse med kreditforbedringer, skal disse agenter have bedst mulig kreditvurdering. Det skyldes, at såfremt en agent med blot AA-vurdering eksempelvis stiller en garanti, vil SPV'ets obligationer ikke modtage højere rating end AA. Dette vil alt andet lige forøge omkostningerne ved securitisationkonstruktionen.

2.4 Sammenfatning

Securitisation er en finansiell struktur, hvorved kreditrisikoen på underliggende aktiver kan allokeres efficient til investorer ud fra de enkeltes risikoprofil. Strukturen anvendes som et middel til kapitalfremskaffelse samt reducere af den risikovægtede aktivportefølje. En traditionel securitisation er bygget op omkring et særskilt SPV. Således overfører originator, som initialt etablerer aktiverne, disse til et SPV, som finansierer dette køb gennem udstedelse af obligationer. Obligationerne har herefter sikkerhed i hele porteføljen af aktiver, der er overført til SPV'et. Strukturen konstrueres således, at investorerne er

afskåret fra at gøre nogle krav gældende mod originator. Dette gøres ved at sikre et såkaldt true sale af aktiverne fra originator til SPV'et. Gennem diverse kreditforbedringer kan SPV'et udstede højtvaluerede obligationer, som derfor forrentes lavt. På denne måde medfører hele strukturen fordelagtig kapitaltilførsel til originator.

3. Regulering af securitisation før 2007

3.1 Første reguleringsinitiativ

Finansielle virksomheder er generelt pålagt ganske omfattende regulering. Det skyldes, at man gennem reguleringsmæssige mekanismer søger at reducere risikoen for sammenbrud i de finansielle institutioner. Et sådant kollaps kan få vidtrækkende konsekvenser, idet kreditorerne i form af indskydere og investorer i et sådant scenario vil lide mærkbare tab. Reguleringen omfatter hovedsageligt krav til omfanget af bankernes eksponeringer mod såvel kredit- og markedsrisici som operationelle risici.²³

Securitisation er ikke et nyt instrument i den finansielle værktøjskasse²⁴. Dette på trods er det reguleringsmæssige fundament af relativt ny karakter. Globalt set findes der ikke som sådan en enkelt enhed, der regulerer securitisationstransaktioner. Dette er i høj grad overladt til fællesskabslovgivning, såsom SEC og EU-retten samt supplerende national lovgivning. Før 1988 var der globalt set ikke taget nogen reguleringsmæssige tiltag, fordi securitisationformatet var ganske nyt.

I begyndelsen af 1980'erne indså Basel Komiteen, at kapitalforholdene i større internationale banker ikke stemte overens med den stigende internationale risiko i den finansielle sektor²⁵. Derfor fremkom Basel Komiteen i 1988 med deres første anbefalinger til regulering af den globale finansielle stabilitet i Basel Capital Accord, også blot kaldet Basel I. Basel I blev implementeret i national lovgivning af G-10 landene²⁶, som stod bag oprettelsen af Basel Komiteen. Dokumentet omhandlede helt grundlæggende det første initiativ til det vi kender som minimumskapitalkravet. Kravet var, at bankerne skulle besidde mindst 8 procent regulatorisk kapital baseret på en vægtning af dels on balance-sheet og off balance-sheet risici. Således var forholdet mellem den anerkendte regulative kapital og de risikovægtede aktiver defineret som det tilstrækkelige kapitalforhold.

Indholdet af Basel I var dog noget mindre sondrende i relation til opgørelsen af risikovægtede aktiver end det vi kender i dag, idet man anvendte et såkaldt one-size-fits-all koncept. Konsekvensen var, at der eksempelvis ikke blev skelnet mellem udlån af forskellig kreditkvalitet, når de risikovægtede aktiver skulle opgøres. Det gav naturligvis de finansielle institutioner incitament til at anvende

²³ Østrup (2008, s. 16).

²⁴ De første moderne securitisationer blev udført i USA i begyndelsen af 1970'erne. Bonsall (1990, s. 3).

²⁵ Jan Job de Vires Robbé (2008, s. 406).

²⁶ USA, Det Forenede Kongerige, Sverige, Schweiz, Japan, Italien, Holland, Tyskland, Canada og Belgien.

securitisationkonstruktioner til at fremskaffe kapital. Grunden var, at en ens vurdering af alle instituttets kreditfaciliteter, gjorde det ganske attraktivt for bankerne at skille sig af med de sunde faciliteter, mens de mindre sunde kreditfaciliteter kunne bibeholdes på egen balance. Denne øvelse havde ikke konsekvens for bankens minimumskapitalkrav, idet man jo ikke sonderede mellem om de balanceførte aktiver havde høj eller lav kreditrisiko. Tværtimod havde det stor betydning, at de sunde engagementer kunne securitiseres, idet man herved kunne etablere en særdeles attraktiv referenceportefølje. En sund referenceportefølje medførte færre krav til kreditforbedringer, hvorved omkostningerne ved etableringen af securitisationen blev lavere. Derudover kunne man fremskaffe billig funding ved hjælp af de udstedte obligationer.²⁷

3.2 Udviklingen i reguleringen fra 1988

Basel I blev i juni 2004 erstattet af Basel II²⁸. Basel II blev til efter en årelang proces, hvor den globale finansielle stabilitet ønskedes forbedret. Grundlæggende blev Basel II udformet for at etablere en basal risikofølsom og tilsynsførende behandling af kreditrisiko og operationelle risici²⁹. Som det hedder i introduktionen til Basel II:

*"This report presents the outcome of the Basel Committee on Banking Supervision's ("the Committee") work over recent years to secure international convergence on revisions to supervisory regulations governing the capital adequacy of internationally active banks."*³⁰

Grundlæggende er Basel II mere omfangsrig og mere kompleks end Basel I. Specielt i forhold til opgørelsen af de risikovægtede aktiver, skete der en markant modificering, idet aktivernes reelle kreditrisiko nu skal vurderes, og ikke som tidligere hvor alle aktiver blev anset for kreditrisikomæssig ens³¹. I relation til securitisation medførte Basel II markante regulative tiltag, hvilket åbenlyst bekræfter den markante markedsvækst i securitisationstransaktioner på dette tidspunkt.³²

²⁷ Jobst (2005, s. 15).

²⁸ Basel Committee on Banking Supervision; *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*; Juni 2004. Herefter blot Basel II.

²⁹ Jan Job de Vries Robbé, (2008, s. 406).

³⁰ Basel II, s. 1.

³¹ Jobst (2005, s. 16).

³² Se nærmere i næste kapitel.

Første udkast til en revidering af Baselreglerne udkom fra Basel Komiteen i juni 1999³³. Årsagen til modificeringerne var, at den drastisk ændrende globale verden krævede et bredt og fleksibelt redskab til at vurdere den tilstrækkelige kapital i de finansielle institutioner. Basel I, der i årene frem til 1999 var blevet modificeret gradvist, var ikke tilstrækkelig til at give et retvisende billede af bankens finansielle tilstand. Endvidere bemærkede man, at opblomstringen af securitisation kunne føre til, at kvaliteten af bankernes aktivportefølje grundlæggende blev forringet. Sidst var det eksisterende regelsæt ikke tilstrækkelig sofistikeret til at anvende på securitisation.³⁴

First Consultive Paper blev modificeret i januar 2001 ved Second Consultive Paper³⁵. Second Consultive Paper udvidede og modificerede securitisationforslaget, der var opstillet i First Consultive Paper. Efter yderligere analyser og drøftelser med industrien mundede forslagene i oktober 2001 ud i et separat udkast til behandlingen af securitisation³⁶. First Working Paper, der blev udstedt som et separat kapitel til det nye Basel II forslag, var det første egentlige udkast til regulering af securitisation, og omhandlede udkast til behandlingen af henholdsvis traditionel aktivsecuritisation og syntetisk securitisation. Udkastet var en invitation til securitisationindustrien til at deltage i udviklingen af et regelsæt om minimumskapitalkrav i relation til securitisation. Det grundlæggende formål med et separat regelsæt var, at man ønskede at have omfattende og risikofølsomme rammer for securitisation. Derudover var ambitionen at give bankerne det rette incitament til at anvende den såkaldte Internal-Rating-Based (IRB) metode i stedet for den standardiserede metode til opgørelse af de risikovægtede aktiver i forbindelse med fastsættelse af minimumskapitalkravet³⁷.

First Working Paper indeholdt en klar definition af, hvornår originator kan anse aktiverne som frasolgt ved et clean break³⁸. Dette var et essentielt fremskridt, idet originator nu havde et langt bedre grundlag for at vurdere, hvornår aktiverne blev betragtet som off balance, hvorved de ikke længere indgik i originators beregning af de risikovægtede aktiver. Med andre ord blev der foreslået en skabelon for, hvornår aktiverne

³³ Consultive Paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision; *A New Capital Adequacy Framework*; June 1999. Herefter blot "First Consultive Paper".

³⁴ First Consultive Paper, s. 8-20.

³⁵ Basel Committee on Banking Supervision; *Second Consultive Paper*; January 2001. Herefter blot "Second Consultive Paper".

³⁶ Basel Committee on Banking Supervision; *Working Paper on Treatment of the Asset Securitisation*; October 2001. Herefter blot "First Working Paper".

³⁷ First Working Paper, s. 1.

³⁸ First Working Paper omtaler et true-sale som et "clean break".

ville have indflydelse på originators minimumskapitalkrav, og hvad der skulle til, før de ikke havde. Derudover omhandlede materialet en klarlæggelse af, hvorledes investor skulle foretage risikovurderingen af sin investering i en securitisationstransaktion.

Med frigivelsen af First Working Paper lykkedes det Basel Komiteens Securitisationgruppe at opfylde målet om en diskussion af emnet med industrien. Således førte denne dialog og flere dybdegående studier af området til, at en yderligere modificering af det oprindelige udkast blev introduceret i Second Working Paper on Securitisation³⁹. Først og fremmest fastsættes der i Second Working Paper en mere detaljeret kravspecifikation i forhold til definitionen af et clear break end det, der blev foreslået under First Working Paper. Disse operationelle kriterier gik fra at være juridisk præget, i First Working Paper, til at være mere økonomisk præget i Second Working Paper. Derudover foreslog man i denne anden fase⁴⁰ for første gang en modificering af definitionen af risikovægtningen af securitiserede aktiver.

Man var dog ikke færdig med at ændre og modificere i udkastene. Således blev der foretaget yderligere ændringer til Second Working Paper og Third Consultive Paper. Det endte ud med, at man i januar 2004, som en del af forslaget til Basel II, kunne præsentere nye retningslinjer for håndteringen af securitisation. I juni 2004 blev Basel II så endeligt vedtaget indeholdende et særskilt kapitel om securitisation. Som følge af små ændringer i de efterfølgende år, blev der i juli 2006 udgivet en revideret udgave af Basel II. Det er denne udgave, der i det følgende afsnit danner baggrund for en analyse af regulering af securitisation i tiden omkring finanskrisen i 2007.

3.3 Den regulative position i 2007

3.3.1 Basel II⁴¹

Basel II er blevet bygget op omkring en søjlestruktur bestående af tre søjler. Søjle 1 omhandler det elementære minimumskapitalkrav, hvorunder securitisation har fået et separat kapitel. Indholdet i Basel I var basalt set det, som nu blev udformet under første søjle, dog med en række modificeringer, herunder en permission til at beregne kapitalkravene ud fra kreditvurderinger af virksomhedens eksponeringer

³⁹ Basel Committee on Banking Supervision; *Second Working Paper on Securitisation*; October 2002, s. 1. Herefter blot "Second Working Paper".

⁴⁰ Anden fase bestod af Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance, Second Working Paper samt Third Consultive Paper udstedt i April 2003.

⁴¹ Basel Committee on Banking Supervision; *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework. Comprehensive version*; June 2006.

foretaget af et anerkendt kreditvurderingsbureau⁴². Endvidere kan visse institutter under Basel II anvende en intern kreditvurdering⁴³. Dernæst følger søjle 2 med tilsynsprocessen, som relaterer sig til måden, hvorpå bankerne opgør den finansielle buffer, som der kræves til at modstå stressede scenarier. Tilsynsmyndigheden kan dog foretage kontrol af disse metoder, såfremt der er tvivl om kvaliteten af modellen. Søjle 3 opstiller retningslinjer vedrørende markedsdisciplin, herunder særligt i relation til gennemsigtighed, således at de finansielle markeder selv er i stand til at vurdere risikoprofilen af instituttet.

3.3.2 Securitisation under Basel II

Interessant er det, at hele processen med udviklingen af særskilt fokus på securitisation op til færdiggørelsen af Basel II er blevet udmøntet i, at securitisation berøres som centralt element i det færdige arbejde. Kernen i rammerne, der omhandler securitisation, er en sondring mellem den standardiserede metode og IRB-metoden. Den standardiserede metode er, som nævnt, baseret på en anvendelse af kreditvurderinger foretaget af godkendte kreditvurderingsbureauer. Derimod skal banker, der anvender IRB-metoden anvende intern information vedrørende de pågældende aktiver. Generelt vil IRB-metoden herved føre til en mere subjektiv vurdering af eksponeringerne i instituttet. IRB-metoden er dog typisk også den mest anvendte, idet de primære agenter på securitisationmarkedet er ganske markante investeringsbanker med adgang til sofistikerede it-systemer.

Hovedformålet med at indføre en særskilt afdeling for securitisation i Basel II var, at Basel I ikke egnede sig til sofistikerede finansielle strukturer. Effekten af Basel I var, at bankerne anvendte securitisation for såkaldt regulativ kapitalarbitrage, hvilket principielt betyder, at bankerne udnyttede forskelle mellem den regulative position og den faktuelle økonomiske risiko i en aktivportefølje. Banker havde eksempelvis mulighed for at reducere kravene til minimumskapital uden samtidig at reducere den faktiske økonomiske risiko. Dette blev gjort ved at foretage securitisation af aktiver med lav kreditrisiko. På denne måde blev kapitalkravet reduceret grundet færre aktiver på balancen, billig kapital blev tilført grundet den gode kreditsoliditet i de securitiserede aktiver, men den økonomiske risiko hos instituttet blev i virkeligheden forværret. Dette scenarium forsøgte man at løse gennem en modernisering af securitisationreguleringen.⁴⁴

Part 2, kapitel 4 under søjle 1 vedrører alene kravet til minimumskapital i relation til securitisationstransaktioner. Kapitlet inddeles i fire undergrupper: anvendelsesområde, definitioner, operationelle krav samt behandlingen af securitisationeksponeringer.

⁴² Der er her tale om den såkaldte standardmetode.

⁴³ Her refereres til den såkaldte Internal-Rating-Based model (IRB).

⁴⁴ Job Jan de Vires Robbé (2008, s. 409).

Sektion A fastsætter anvendelsesområdet for reglerne. Det følger heraf, at banker skal anvende reglerne i kapitlet til at bestemme kapitalkravene i relation til eksponeringer, der stammer fra traditionelle og syntetiske securitisationer. Derudover finder kapitlet tilsvarende anvendelse på strukturer, der har samme elementer som traditionelle eller syntetiske strukturer. Man har således anerkendt, at securitisationer er ganske komplekse konstruktioner, der ikke let defineres grundlæggende. Dette fremgår navnlig af punkt 538, hvorefter securitisationer kan struktureres på mange forskellige måder, hvorfor kapitalhåndteringen af securitisationeksponeringer skal bestemmes ud fra den økonomiske substans og ikke en juridisk substans. Denne position må nødvendigvis læses som et opgør med Basel I-reglernes meget lidt diskriminerende tilgang til opgørelse af engagementer, hvilket som nævnt tidligere mundede ud i kritisable kreditpolitikker fra bankerne i relation til securitisationer. Man ønskede med andre ord at afskaffe den juridiske opdeling af eksponeringer, således at bankerne ikke havde incitament til alene at inddrage sunde engagementer i securitisationkonstruktioner.

Punkt 539 definerer en traditionel securitisation. I henhold hertil er en traditionel securitisation en struktur, hvor cash-flowet fra en underliggende eksponeringspulje anvendes til at servicere mindst to forskellige stratificerede risikopositioner eller trancher, der reflekterer forskellige kreditrisikoomfang. Betalinger til investorerne afhænger af den specificerede underliggende eksponeringsperformance i modsætning til at være afhængig af en forpligtelse fra den enhed, der opretter eksponeringerne. Den stratificerede struktur, der karakteriserer securitisationer, adskiller sig fra ordinære senior og efterstillede gældsinstrumenter, hvor seniorgælden er et spørgsmål om prioritet af rettigheder i en likvidationsproces, idet juniortrancher i en securitisation kan absorbere tab uden at afbryde kontraktuelle betalinger til seniortrancher. Definitionen her er principielt ikke forskellig fra, hvad der traditionelt anses som en securitisation, og definitionen er i virkeligheden gjort ganske klar.

Sektion B indeholder definitioner af centrale begreber i securitisationsterminologien, mens sektion C opstiller kravene til hvilke originator skal leve op, såfremt securitisationen skal udføres off balance. Der er her tale om de såkaldte operationelle krav. Punkt 554 omhandler de krav, der stilles til en traditionel securitisation. Såfremt der ikke leves op til disse krav, vil transaktionen fra originator til SPV'et ikke blive anset som true sale, hvorfor originator i sådan en situation stadig skal besidde kapital mod eksponeringerne i disse aktiver. I henhold til punkt 554(a) skal betydelig kreditrisiko, der er associeret med den securitiserede eksponering, være overført til tredjemand. Hvad der menes med betydelig er ikke helt klart, men det er formentlig et krav, at originator ikke skal ligge inde med kreditrisiko på aktivet efter overførslen til SPV'et. Idet begrebet ikke er endeligt defineret, er det i sidste ende op til den relevante

tilsynsmyndighed at vurdere, hvornår der foreligger betydelig risikooverførsel⁴⁵. Overføreren, det vil sige originator, må efter overførslen ikke opretholde nogen form for effektiv eller indirekte kontrol med den overførte eksponering. Aktiverne skal være juridisk isoleret, således at eksponeringen bringes uden for rækkevidde af overføreren selv eller dennes kreditorer; selv i tilfælde af insolvens hos originator. Betingelsen her skal støttes af legal opinions fra kvalificeret juridisk rådgivning⁴⁶. Som nævnt tidligere er den relevante lovgivning navnlig originators insolvensregulering, men også lovvalget for de enkelte aktiver er relevant i denne sammenhæng. Der må derfor indhentes en betydelig mængde legal opinions. Aktiverne skal overføres til et særligt oprettet SPV⁴⁷, og originator må ikke opretholde kontrol over den overførte kreditrisiko. Det sidste er tilfældet, hvis originator kan genkøbe den overførte eksponering for at opnå fordele herved, eller hvis originator er forpligtet til at opretholde risikoen for den overførte eksponering. Der er derved et forbud mod henholdsvis call og put optioner i relation til de securitiserede aktiver⁴⁸. Med andre ord vil en kreditforbedring i form af overcollateralisation ikke være hensigtsmæssig, såfremt de operationelle krav skal opfyldes. Det anføres dog, at originator godt kan servicere rettighederne tilhørende eksponeringerne uden, at der nødvendigvis er tale om indirekte kontrol.

Punkt 554(c) fremfører, at de udstedte værdipapirer fra SPV'et ikke må forpligte originator. Således må investorerne alene kunne gøre krav gældende i relation til den underliggende eksponeringsportefølje. I henhold til punkt 554(f) må securitisationen ikke indeholde klausuler, der forpligter originator til at forbedre den underliggende eksponeringsporteføljes kreditkvalitet, med mindre denne forbedring opnås ved at sælge aktiver til uafhængige tredjemænd til markedspris. Endvidere må originator ikke være forpligtet til at tillade en øgning i eventuelle juniorpositioneringer eller kreditforbedringer. Sidst må originator ikke forpligtes til at øge renten på de udstedte obligationer, med mindre det er i relation til originator selv. Umiddelbart virker denne bestemmelse temmelig radikal. Bestemmelsen har dog til formål tydeligt at afklare, hvornår originator er fri af enhver forpligtelse, der kan øge dennes kreditrisiko. Hensigten er naturligvis, at for at give originator en reducere i opgørelsen af de risikovægtede aktiver, er det essentielt, at der ikke foreligger usikkerhed omkring det maksimale tab, originator kan lide.

Sektion D omhandler tekniske bestemmelser i relation til beregningen af kapitalkravene i forhold til eksponeringer i securitisationkonstruktioner. Det er således disse regler, der anvendes til at fastsætte kravet til kapital i forhold til risikoen, der er bibeholdt på originators balance eller investeret i af investor.

⁴⁵ Problemstillinger i forbindelse hermed er berørt under søjle 2.

⁴⁶ Punkt 554(b).

⁴⁷ I Basel II kaldet SPE.

⁴⁸ Jan Job de Vires Robbé (2008, s. 412).

I modsætning til Basel I, indeholder Basel II en såkaldt IRB-metode til opgørelse af de risikovægtede aktiver, herunder også i relation til håndteringen af securitisationer. Den standardiserede metode håndterer originator og investor anderledes end IRB-metoden. Originator skal i henhold til punkt 570 fratrække alt bevaret securitisationeksponering, der er kreditvurderet til under BBB-, i den regulative kapital. Konsekvensen er, at kreditinstituttet i sådan et tilfælde nødvendigvis må ligge inde med en større mængde kapital for at opfylde det generelle minimumskapitalkrav. Omvendt kan investeringsbankerne risikovægte sådanne eksponeringer med 350 procent⁴⁹. Punktet giver derfor originator store incitamenter til at anvende krediteksponeringer af meget høj risiko i securitisationøjemed.

En variant af IRB-metoden er "external rating based approach" (RBA). RBA-metoden er i realiteten en kombination af den standardiserede metode og IRB-metoden, og skal anvendes, hvor eksterne kreditvurderinger er tilgængelige⁵⁰. Da den standardiserede metode alene baserer sig på eksterne kreditvurderinger, hvilket groft set er en vurdering af den forventede performance af engagementet, er der i securitisationer behov for en vurdering af den uventede performance. Dette sker ved anvendelse af RBA-metoden, idet der her tages højde for andre variabler, herunder granuleringen⁵¹ af den underliggende aktivportefølje, jf. punkt 612. Endvidere sondres der, i modsætning til standardmetoden, ikke mellem, om der er tale om originator eller investor.⁵²

⁴⁹ Investor skal dermed "blot" stille 28 enheder kapital i forhold til en position på 100 enheder (350procent x 8procent x 100). Originator skal derimod trække hele eksponeringen fra sin kapital, dvs. 100 enheder fratrækkes den samlede kapital, hvilket medfører en markant højere risikoeksponering.

⁵⁰ Jf. punkt 609.

⁵¹ Granulering vil sige, at aktivporteføljen består af en bred base af aktiver.

⁵² Under standardmetoden er det netop klargjort, at investor belastes mindre end originator.

Ekstern kreditvurdering	Risikovægtning for seniorpositioner	Basis Risikovægt	Risikovægt for trancher backed af ikke-granulerede porteføljer
AAA	7 procent	12 procent	20 procent
AA	8 procent	15 procent	25 procent
A+	10 procent	18 procent	35 procent
A	12 procent	20 procent	
A-	20 procent	35 procent	
BBB+	35 procent	50 procent	
BBB	60 procent	75 procent	
BBB-	100 procent		
BB+	250 procent		
BB	425 procent		
BB-	650 procent		
Under BB- og ikke-vurderede	Fradrag		

Figur 2 (Kilde: Basel II)

Under punkt 615 er der præsenteret en tabel (illustreret i figur 2), der fastsætter, hvorledes risikovægtene skal foretages i forhold til en securitisation under RBA-metoden. Det følger, at såfremt der er tale om en AAA-vurdering, skal en seniorposition vægtes med 7 procent, en basisposition vægtes med 12 procent og en tranche, der er sikret af en ikke-granuleret portefølje, vægtes med 20 procent. Det følger af punkt 613, at en securitisationeksponering anses som en seniorposition, såfremt positionen effektivt er sikret af en førsteprioritets ret over for samtlige aktiver i den underliggende aktivportefølje. Endvidere er det et krav for anvendelsen af seniorpositions vægtningen, at det faktiske antal underliggende eksponeringer er mindst seks⁵³. Er det faktiske antal underliggende eksponeringer fire, vil positionen blive betragtet som en basisposition, mens alle andre situationer vil betragtes som en ikke-granuleret portefølje.

Det er som følge at reguleringen muligt for en bank at omgå reglerne, såfremt banken opkøber de oprindeligt udstedte juniortrancher fra SPV'et. Disse juniortrancher skal, som beskrevet, risikovægtes forskelligt fra en seniortranche. Dette giver god mening, idet det jo er juniortrancherne, der absorberer de første tab på referenceporteføljen. Bankerne har dog mulighed for, at gensecuritisere juniortrancherne, og

⁵³ Det faktiske antal underliggende eksponeringer (N) er defineret i punkt 633 i en ganske kompleks formel, som ikke vil blive omtalt nærmere.

herefter udstede eksempelvis 99,9 procent seniortrancher og 0,1 procent juniortrancher. Således kan banken omdanne egentlige juniortrancher til seniortrancher og dermed opnå den for investor mere fordelagtige risikovægtning. Rationalet for originator er billigere finansiering jævnfør kapitel 2.

Under søjle 2 er tilsynsmyndighederne givet kompetence til at føre tilsyn med, om de finansielle institutter håndterer sine risici på en passende måde. Endvidere kan tilsynsmyndigheden i visse tilfælde øge kapitalkravene til den enkelte institution, såfremt dette anses som nødvendigt. Det kan eksempelvis være relevant at føre tilsyn med, at bankerne forsøger at føre en kreditpolitik i forhold til at opnå en kapitalmæssig arbitrage. Endvidere bør myndighederne føre tilsyn med, om bankerne tager tilstrækkelig hensyn til den økonomiske substans af transaktionen i de interne modeller for kreditvurderingen.

Søjle 3 stiller krav om at fremme markedsdisciplinen blandt involverede parter. Grundlæggende er formålet at give eksterne agenter mulighed for at få indblik i, hvorledes de finansielle institutter kreditvurderer sine eksponeringer, og hvad der ligger til grund for disse beregninger. På denne måde vil investor have et bedre fundament, når dennes investeringsbeslutninger skal træffes. Punkt 826, tabel 9, fremstiller informationskravene under en securitisation og er baseret på både en kvalitativ og kvantitativ tilgang.

De kvalitative elementer er underopdelt i tre kategorier. For det første skal institutterne fremlægge generelle oplysninger, herunder instituttets tilgang til securitisationaktiviteter inklusive omfanget af overførsel af kreditrisici væk fra banken. Endvidere skal instituttet belyse dets position i securitisationerne, i hvilket omfang instituttet involverer sig i disse arrangementer samt en oplysning om, hvilken metode der anvendes til opgørelse af kreditrisici. For det andet indeholder de kvalitative kategorier et krav om et resume af instituttets regnskabspraksis i forhold til securitisationer, herunder om transaktionen er at betragte som finansiering eller salg⁵⁴, anerkendelse af gevinst på salg samt nøgleforudsætninger for værdiansættelse af fastholdte interesser og ændringer i disse posteringer siden foregående periode. Sidst skal instituttet angive navne på de anvendte kreditvurderingsbureauer.

På den kvantitative side skal instituttet opfylde en række punkter. For det første skal instituttet oplyse om den totale mængde udestående securitisationeksponeringer og hvorvidt disse er omfattet af securitisationreglerne for opgørelse af kreditrisiko. Dernæst skal der oplyses om antallet af misligholdt securitiserede aktiver og tab anerkendt af banken på disse. For det tredje skal kreditinstituttet oplyse om det gennemsnitlige antal securitisationeksponeringer, der er fastholdt i instituttet eller købt. Endvidere oplyses om risikovægtningen af disse positioner. Sidst skal der oplyses et samlet overblik over årets securitisationaktivitet.

⁵⁴ Dette er vigtigt i relation til, om eksponering er on balance eller off balance.

Det er således ganske klart, at de oplysninger, der skal produceres alle relaterer sig til det enkelte kreditinstituts egne eksponeringer. Disse oplysninger er således ganske elementære, såfremt man ønsker at investere direkte i det pågældende kreditinstitut. Dersom man har ønske om at foretage investering i en securitisationportefølje, det vil sige opkøb af obligationer støttet af underliggende referenceporteføljer, vil de omstillede oplysningskrav ingen gevinst have i forhold til en simpel due diligence fra investors side.

3.3.3 Capital Requirements Directives

I forlængelse af Basel Komiteens afslutning af modificeringen af Baselreglerne fremkom Europa-Parlamentet og Rådet med et sæt direktiver; de såkaldte Capital Requirements Directives, eller blot CRD. Sættet bestod af to direktiver. For det første publiceredes Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut. Dette direktiv er ganske omfattende, og er grundlæggende det vigtigste. Således indeholder direktivet de fundamentale krav fra Basel II opstillet i søjle 1, 2 og 3. Det andet direktiv omfattet af CRD er Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag. Dette direktiv er ikke nær så omfattende som det første, men indeholder dog også væsentlige elementer fra Basel II.

CRD blev offentliggjort den 19. juni 2006; altså samme måned som Basel II. Det er derfor oplagt, at der i EU er arbejdet sideløbende med CRD, mens Basel II blev færdiggjort. Det hedder således også i pressemeddelelsen⁵⁵, at direktiverne reflekterer Basel II-reglerne. CRD er grundlæggende opbygget omkring Baselanbefalingerne. Overordnet set er direktiverne dog mere detaljerede end Basel II. Dette giver ganske god mening, idet man i Baselarbejdet principielt alene opstiller rettesnore. Rent materielt er der dog ikke de store forskelle mellem CRD og Basel II i relation til securitisation, hvorfor en gentagelse af reglerne i Basel II er irrelevant.

3.4 Sammenfatning

Reguleringen af securitisationer er et forholdsvis nyt element i den finansielle lovgivning. I 1988 fremkom Basel I-regelsættet, som principielt ikke regulerede securitisationer direkte. Det betød dog ikke, at securitisationer ikke var påvirket af reguleringen. Således indeholdt Basel I et one-size-fits-all koncept, hvorefter alle eksponeringer blev risikovægtet ens. Det betød, at bankerne fundamentalt set havde incitament til at securitisere de sunde engagementer for på denne måde at opnå høj kreditværdighed i de securitiserede aktiver, der lå som sikkerhed for de udstedte obligationer. Konsekvensen var en billig

⁵⁵ Pressemeddelelse, IP/06/797.

funding, men en markant forhøjet kreditrisiko på egen bog. I de følgende mange år blev regelsættet modificeret flere gange. I begyndelsen af 2000'erne begyndte udviklingen af en specifik regulering af securitisation. Således blev securitisationer inddraget i Basel II med et separat kapitel. Dette skridt signalerede en øget interesse i strukturerne. Reguleringen indeholdt helt konkrete krav til opgørelsen af risikovægtningen i relation til eksponeringen over for securitisationer. Den nye regulering medførte anderledes incitamenter end Basel I. Udformningen af kravene til risikovægtningen bevirkede, at originator nu havde incitament til at securitisere de mindre sunde engagementer. Endvidere gav udformningen af reguleringen mulighed for principielt at omgå risikovægtningen, hvilket gav bedre mulighed for udbud af securitisationkonstruktioner. EU fulgte med på "bølgen" og implementerede Capital Requirements Directives, som grundlæggende indeholdt de samme mekanismer som Basel II.

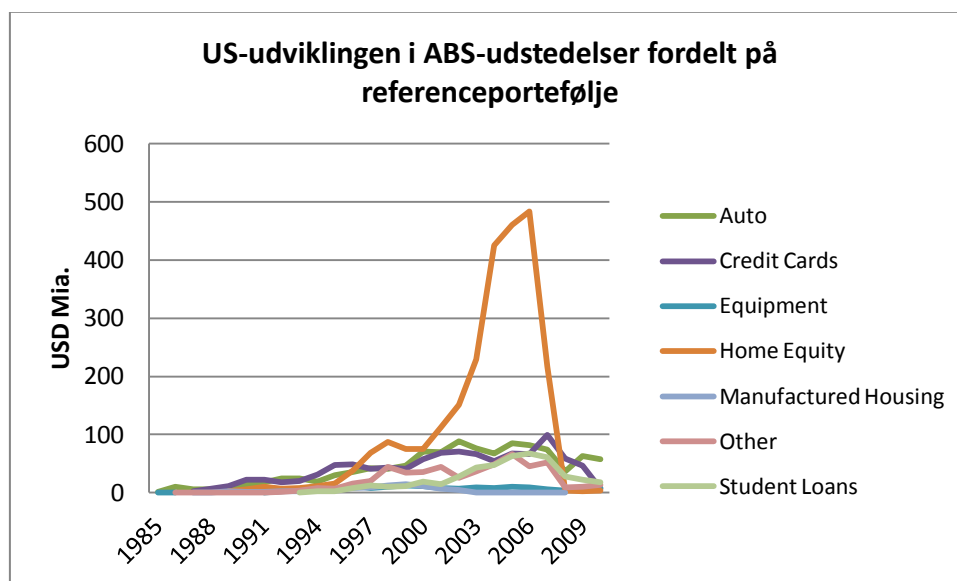
4. Securitisation og den finansielle krise

4.1 Udviklingen i securitisation

4.1.1 Produkterne

Under en securitisation kan referenceporteføljen bestå af en lang række forskellige aktivtyper. Grundlæggende er der ingen grænser for, hvilke aktiver der kan indføres i porteføljen. Ofte vil det være naturligt at foretage en securitisation af en bestemt kategori af aktiver: for eksempel billån, forbrugerlån, studielån eller boliglån. Det betyder dog ikke, at en referenceportefølje ikke kan bestå af en blanding af forskellige produkttyper, således at porteføljen i sin helhed er særdeles diversificeret.

Asset-Backed Securities, også blot kaldet ABS, er en betegnelse for obligationer, der er udstedt med sikkerhed i pengestrømmen fra en portefølje af aktiver, herunder lån og andre fordringer, der er etableret af banker, kreditkortudstedere eller andre udbydere af kredit. Rent principielt er der ingen grænser for, hvilke aktiver der kan understøtte en ABS.

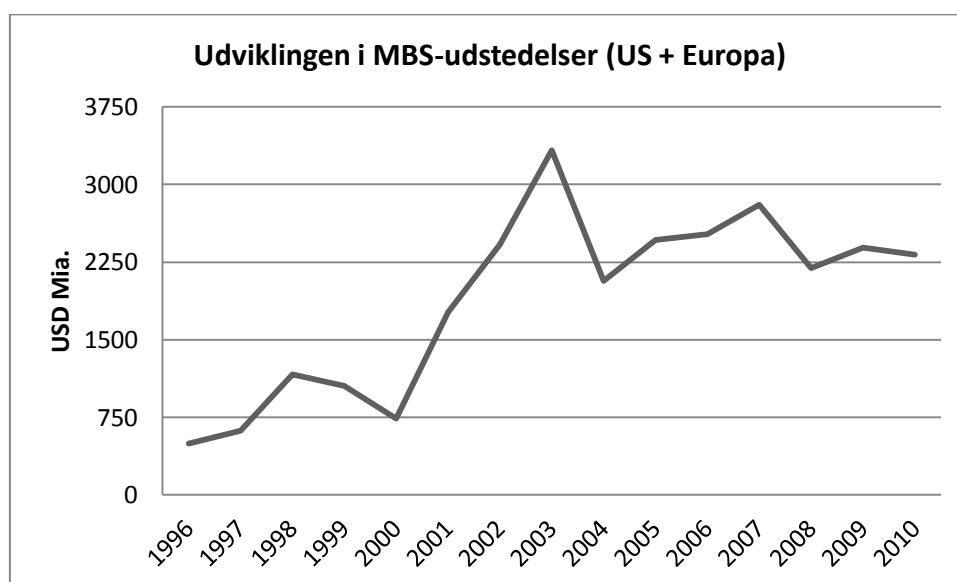


Figur 3 (Kilde: SIFMA)

Figur 3 viser udviklingen i USA for de forskellige ABS-udstedelser fra 1985 til i dag⁵⁶.

⁵⁶ Se bilag 1, figur B for en illustration af udviklingen i Europa.

Et ganske relevant produkt i relation til den finansielle krise er de såkaldte **Mortgage-Backed-Securities**, eller blot MBS. MBS'ere kan opdeles i Residential Mortgage-Backed-Securities (RMBS) og Commercial Mortgage-Backed-Securities (CMBS). Hvor en RMBS er sikret i single-familie- eller to til fire-familiehuse, er en CMBS sikret i kommercielle eller multifamiliehuse. Ved en MBS er der tale om securitisation udelukkende af boliglån. Fundamentalt set er en MBS derfor et investeringsinstrument, der er sikret af boliglån eller en portefølje af boliglån. MBS'erne er, præcis som ABS'ere, kreditvurderet af kreditvurderingsbureauerne. Cash-flowet fra den underliggende referenceportefølje anvendes til at betale renter og afdrag til MBS-investorerne. I princippet er det denne type securitisation, som vi kender fra det danske realkreditmarked. Dette er den mest almindelige form for aktiv, der anvendes i securitisationarrangementer. I figur 4 ses det tydeligt, at mængden af MBS udstedelser steg markant fra 2000 og frem. Grafen afbilder udviklingen i securitisationobligationer med boliglån som referenceportefølje på det amerikanske og europæiske marked.



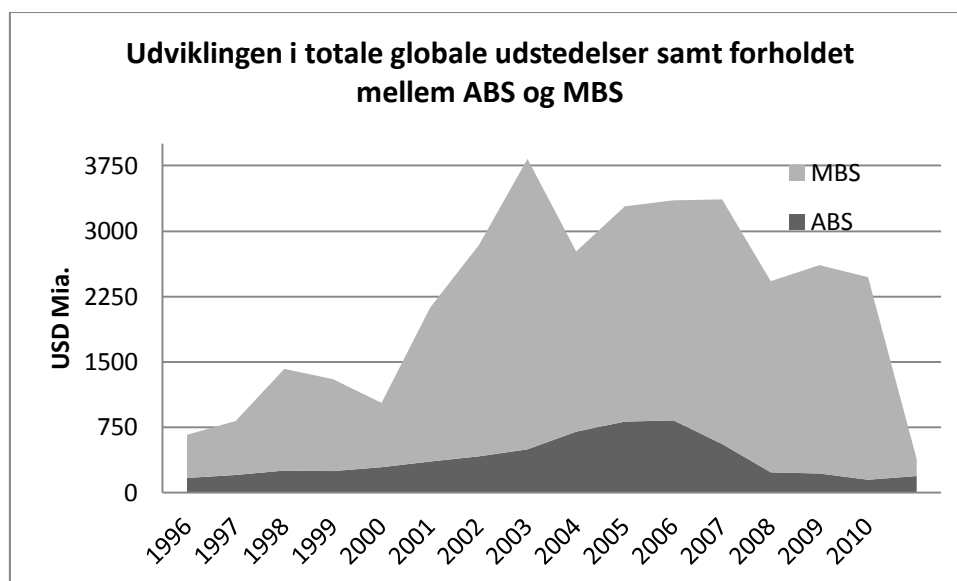
Figur 4 (Kilde: SIFMA)⁵⁷

Udviklingen i det globale securitisationmarked⁵⁸ fra 2000 og frem var eksplosivt stigende. Dette skyldes primært udviklingen i udstedelsen af MBS. Udviklingen er illustreret i figur 5 nedenfor. Her ses det tydeligt,

⁵⁷ Bemærk at dataene dækker over både agency MBS og non-agency RMBS og CMBS. Non-agency er investeringbanker og de såkaldte "REMIC" (Real Estate Mortgage Investment Conduits). Det var især disse MBS'ere, hvis udstedelsesniveau steg drastisk i løbet af kort tid (se figur 8).

⁵⁸ Der refereres her til det samlede ABS- og MBS-marked.

at MBS-udstedelser steg drastisk fra 2000 og frem. Det blev dermed mere almindeligt at foretage securitisationer af boliglån.



Figur 5 (Kilde: SIFMA)

Når der tales om **Collateral Debt Obligations** (CDO'er), er der principielt refereret til en traditionel securitisation. En CDO er direkte oversat til dansk "gældsforpligtelse stillet til sikkerhed"⁵⁹, og baserer sig på direkte pengestrømme fra en lang række aktiver, herunder andre CDO'er. Der er med andre ord principielt ingen grænser for, hvad referenceporteføljen kan bestå af. Den første CDO blev struktureret i 1988.⁶⁰ En CDO kan refereres til som en CBO (collateralised bond obligation), når referenceporteføljen udelukkende er obligationer, eller som CLO (collateralised loan obligation), når referenceporteføljen udelukkende er banklån.⁶¹ Såfremt en CDO er udstedt med en underliggende CDO-struktur som referenceportefølje er der blot tale om en ny CDO.

En traditionel securitisationkonstruktion indeholder obligationer med forskellig prioritetsorden. Konstruktionen betyder, at betalingsstrømmene fordeles løbende fra referenceporteføljen til investorerne på baggrund af, hvilken tranche de repræsenterer. Et direkte anvendeligt dansk ord for en tranche eksisterer næppe, men begrebet kan vel i en dansk kontekst bedst beskrives som en form for obligationsklasse. Der udstedes således forskellige obligationsklasser, hvor seniortrancherne prioriteres

⁵⁹ Finanstilsynets beslutning af 19. marts 2010 vedrørende lov om finansiel virksomhed § 43; markedsføring af strukturerede produkter – BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

⁶⁰ Lancaster m.fl. (2008, s. 174).

⁶¹ Fabozzi m.fl. (2002, s. 1).

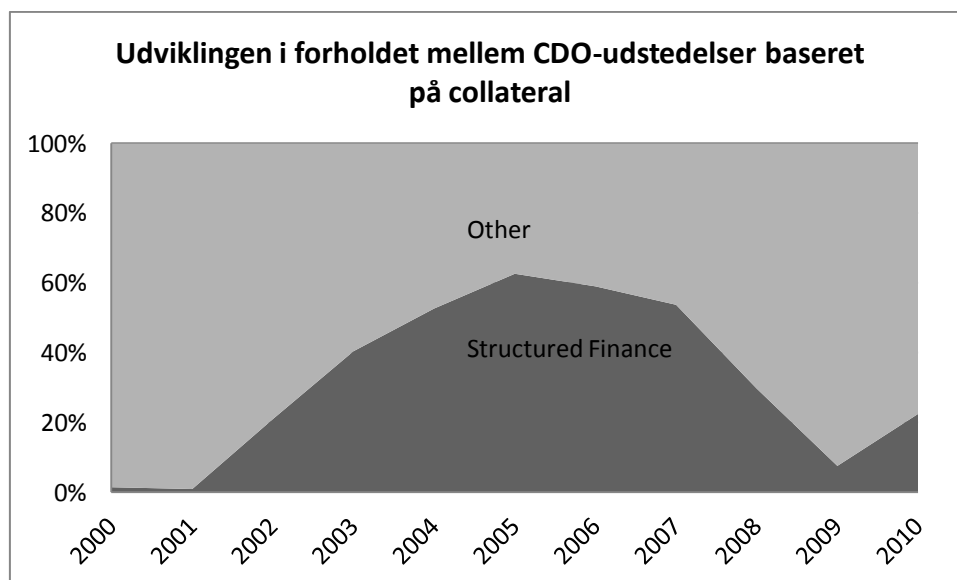
højest, mens juniortrancherne prioriteres lavest. Formålet med trancherne er, at fordele potentielle tab fra referenceporteføljen til obligationsejerne ud fra, hvilken tranche de enkelte investorer besidder. Således vil juniortrancherne absorbere de første tab, mens seniortrancherne alene vil absorbere tab, såfremt det samlede tab i referenceporteføljen overstiger, hvad juniortrancherne kan absorbere. Denne fordeling afspejles naturligvis i prisen for obligationer; det vil sige at seniortrancherne er tilknyttet den laveste rente grundet den lavere risiko.⁶² Mezzanintrancher ligger et sted i mellem senior- og juniortrancher. CDO'erne bliver ganske relevante i forbindelse med den lavere kreditvurdering af junior- og mezzanintrancherne. Ved at iværksætte en securitisationproces af disse obligationer, hvor der udstedes en CDO, reduceres risikoen betydeligt. Det vil i praksis sige, at eksempelvis MBS'ere med junior- eller mezzaninstatus samles i en ny portefølje, hvorefter der udstedes obligationer med reference til pengestrømmene i disse MBS'ere. De nyudstedte obligationer, CDO'erne, konstrueres også med forskellige trancher, hvorfor risikoen altså reduceres. Det skyldes, at sandsynligheden for at alle MBS'erne bliver misligholdt er betydelig lavere end sandsynligheden for at en enkelt MBS'er misligholdes. Denne proces kan principielt foretages i al evighed. Basel Komiteen bemærker i deres årsrapport fra juni 2009⁶³, at en gensecuritisation principielt er en collateral debt obligation med asset-backed securities som referenceportefølje⁶⁴. Efter 2003 var ABS CDO'ernes primære referenceportefølje subprimebaserede MBS'ere og trancher fra underliggende CDO'ere.⁶⁵

⁶² Choudhry (2004, s. 224).

⁶³ Bank for International Settlements, 79th Annual Report.

⁶⁴ Produktet er ofte referet til som ABS CDO'ere.

⁶⁵ Lancaster m.fl. (2008, s. 208).



Figur 6 (Kilde: SIFMA)

Figur 6 ovenfor illustrerer udviklingen i udstedelsen af CDO i et globalt perspektiv. Det er valgt at præsentere udviklingen, således at der sondres mellem CDO med strukturerede produkter som referenceportefølje og CDO med andre typer referenceportefølje. De strukturerede produkter inkluderer MBS, ABS, CDO og andre securitiserede produkter. Grafen afslører ganske tydeligt, at udviklingen i CDO'ere med strukturerede produkter som underliggende aktiv var ganske opadgående i perioden fra 2001 og frem. Således udgjorde disse CDO'ere mere end halvdelen af det globale CDO-marked i 2006. Billedet illustrerer vel nok, at gensecuritisation blev en oftere anvendt struktur.

4.1.2 Det amerikanske boligmarked

Det amerikanske boligmarked er på mange områder ganske identisk med det danske realkreditsystem, dog med fundamentale forskelligheder i strukturen af de bagvedliggende långiverinstitutter. I Danmark tilbydes realkreditbelåningen af de dertil indrettede realkreditinstitutter. Disse institutter udsteder som bekendt realkreditobligationer, hvorfra provenuet anvendes til udbetaling af realkreditlånene. Det amerikanske realkreditmarked er nyere end det danske, men fungerer i princippet på samme måde. Den elementære forskel ligger i, at både private og offentlige institutter spiller en markant rolle på det amerikanske realkreditmarked.⁶⁶ Modellen⁶⁷ blev første gang anvendt i 1970'erne, hvor Ginnie Mae introducerede konstruktionen. Før dette tidspunkt anvendte man en noget mere simpel version i form af den såkaldte originate-to-hold model. Som navnet antyder, var den oprindelige realkreditmodel baseret på, at långiver

⁶⁶ Alle institutter var oprindeligt offentlige, men en række er siden privatiserede.

⁶⁷ Securitisationmodellen, som også går under navnene: "pass-through" og "originate-to-distribute".

beholdt lånene på egen bog; således var lånene principielt et aktiv på långivers balance, men samtidig også en belastning for kreditrisikoen. Den nyere originate-to-distribute model er i princippet blot et alternativt ord for en securitisation. Således begyndte man i 1970'erne at udstede lån med det formål at gøre dem tilgængelige for investorer gennem en securitisation. De amerikanske agencies blev herefter fortalere for starten af securitisationbølgen.⁶⁸

Lånene kan garanteres af statslige agencies, såfremt de opfylder de enkelte agencies betingelser. Agencierne er underlagt grænser for, hvor meget det enkelte lån må udgøre. Disse grænser gør, at det primært er den amerikanske middelklasse, der har gavn af realkreditsystemet, der omfatter agencies⁶⁹. Det betyder, at långivning afhænger af en personlig kreditvurdering, idet ydelsen på realkreditlånet ikke må overstige en vis procentdel af den månedlige bruttoindkomst⁷⁰. Er dette tilfældet vil lånene kunne blive securitiseret gennem Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).⁷¹

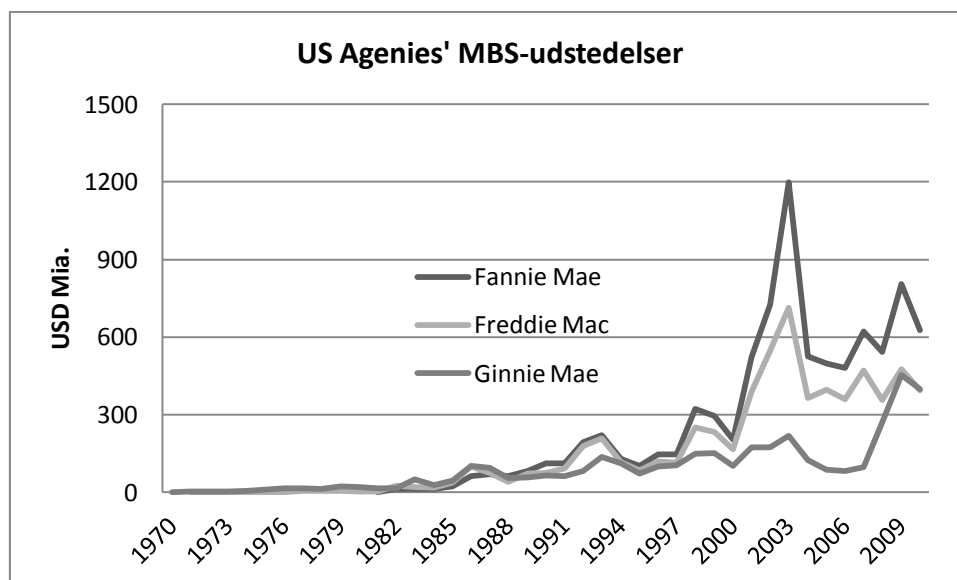
Også private institutter er fundamentale spillere i det amerikanske boligmarked. Når private institutter udsteder boliglån, betegnes de som konventionale boliglån. De private boliglån kan opfylde kravene for to forskellige agencies, nemlig Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) eller Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac). Lever de udstedte lån op til de disse agencies krav, kan lånene blive securitiseret gennem det pågældende agency. Både Fannie Mae og Freddie Mac er delvist statsstøttet, hvorved staten også har en finger med i realkreditmarkedet her. Lån, der lever op til de enkelte institutters krav og dermed bliver securitiseret af Ginnie Mae, Fannie Mae eller Freddie Mac kan naturligvis ydes på mere favorable vilkår, end hvis kravene ikke er opfyldt. Det skyldes, at når disse agencies udsteder obligationer i forbindelse med køb af lånene (securitisationprocessen), vil renterne på obligationerne være lave, grundet statens bagvedliggende engagement. I figur 7 nedenfor er præsenteret de tre store amerikanske agencies' udvikling i relation til MBS udstedelser. Fannie Mae er ledende efterfulgt af Freddie Mac og Ginnie Mae.

⁶⁸ Barth (2009, s. 23).

⁶⁹ Baun m.fl. (2000, s. 22).

⁷⁰ Juul (2008, s. 188).

⁷¹ Barth (2009, s. 16).



Figur 7 (Kilde: SIFMA)

Der kan dog også etableres boliglån, selvom de enkelte agencies betingelser ikke er opfyldt. Er dette tilfældet, vil lånene enten blive på den finansielle institutions balance, eller institutionen vil foretage en privat securitisation af boliglånene.⁷² Denne proces udføres af såkaldte non-agencies; det vil sige investeringsbanker, REMICs⁷³ og REITs⁷⁴. Disse non-agencies udsteder ligeså MBS'ere, som ofte i litteraturen er kendt som "private-label MBS". Til forskel fra securitiserede boliglån, der er støttet af staten, er de privatsecuritiserede boliglån garanteret af såkaldte monolineforsikringsselskaber, som alene udbyder forsikringer i forbindelse med værdipapirer. En monolineforsikring fungerer som en kreditforbedring i forbindelse med kreditvurderingen af de udstedte obligationer. For at reducere investorernes eksponering foretager man forsikringer af rente- og afdragsbetalinger på obligationerne. Monolineforsikringsselskaber er private selskaber, og er således ikke garanteret af staten⁷⁵. For at opfylde sine forsikringsforpligtelser, er man derfor afhængig af egen likviditet. Forsikringsselskaberne står inde for at tiltræde med kapital, såfremt dele af referenceporteføljen kommer i mislighold, således at porteføljen ikke genererer nok kapital til at udføre forpligtelserne over for de udstedte trancher. Forsikringsselskaberne forsikrer ikke alene de oprindelige securitisationer, men også gensecuritisationer.⁷⁶ Udviklingen i disse non-agency MBS'ere er

⁷² Barth (2009, s. 16).

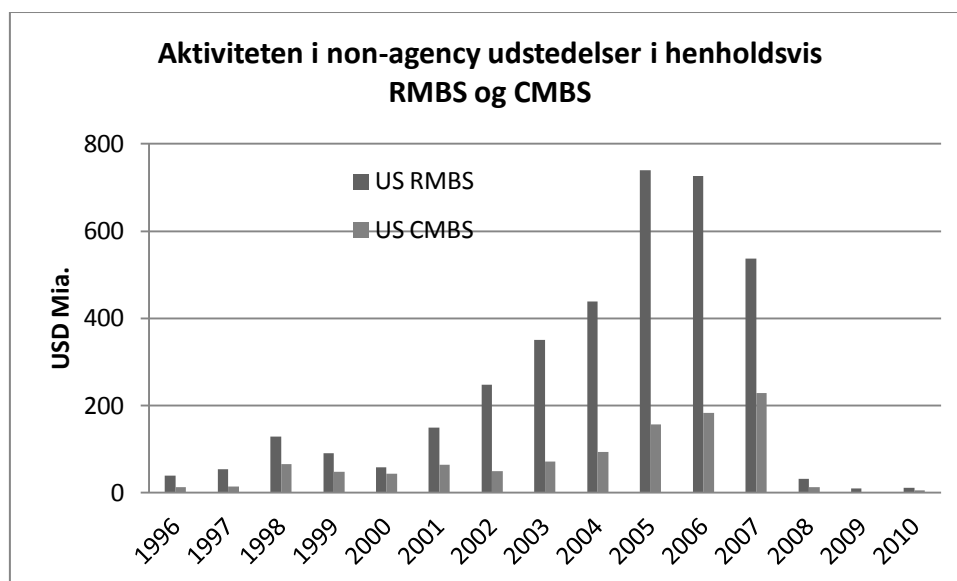
⁷³ Real Estate Mortgage Investment Conduits.

⁷⁴ Real Estate Investments Trusts.

⁷⁵ Som eksempler kan nævnes Ambac Assurance Corporation og MBIA Insurance Corporation.

⁷⁶ Lancaster (2008, s. 178).

illustreret i figur 8 nedenfor. Som det tydeligt noteres, skete der et drastisk fald i udstedelserne fra 2007. Således faldt niveauet til stort set nul.



Figur 8 (Kilde: SIFMA)

4.2 Subprimelån

Som følge af en periode med høj arbejdsløshed og generelle økonomiske vanskeligheder i lyset af it-krisen⁷⁷ valgte den amerikanske regering, under George W. Bush, at foretage en ekspansivering af finanspolitikken, hvorfor Federal Reserve System (FED) sænkede renten⁷⁸. Den lave rente betød, at låneoptagelsen generelt blev mere attraktiv. Dette var dog ikke kun i forbindelse med virksomhedernes investeringer, men også i forbindelse med optagelsen af lån i relation til private boligkøb. Priserne på fast ejendom var i samme periode stødt stigende, hvorfor bankerne, der skulle yde de private boliglån øjnede ganske stabile og habile aktiver som sikkerhed for långivningen⁷⁹. Der blev derfor skabt et incitament til at foretage investeringer i mere risikobetonede projekter. Niveauet i boligpriserne sammenholdt med en høj risikovillighed indebar, at investeringer i forbindelse med ejendomme blev interessant.

De omstændigheder, at ejendomspriserne var ganske sublime, samt at udsvingene var næsten ikke eksisterende, gjorde at risikobetonede boliglån blev udviklet. Grundet muligheden for securitisation af disse

⁷⁷ Se blandt andet; Mandel (2001, s. 3).

⁷⁸ Se bilag 1, figur E. Federal Funds Target Rate besluttet af Federal Open Market Committee, som er en komite under FED, og er principielt renten på lån mellem bankerne.

⁷⁹ Se bilag 1, figur F.

lån var effekten, at de risikovillige investorer principielt gav de private amerikanere med mindre eller ingen økonomisk styrke mulighed for at optage lån til fast ejendom. Investorerne påtog sig herved en markant risiko, om end man muligvis ikke betragtede denne risiko som værende stor, grundet de høje sikkerhedsværdier i form af fast ejendom. Denne udvikling bekræftes af figur 8, der som nævnt illustrerer non-agencies' udstedelser. Således opstod flere forskellige låneformer, der gjorde det muligt for en langt større del af amerikanerne at få finansieret en bolig. I blandt disse lånetyper fandtes eksempelvis de såkaldte NINJA-lån, der var en underkategori til subprimelånene, og som betød, at personer uden indkomst (No Income), uden job (No Job) og ingen besiddelse af aktiver (Assets) kunne få finansieret et boligkøb⁸⁰.

Et subprimelån er i sin enkelthed lån, der tilbydes personer, der ikke opfylder kravene til de konventionelle låneformer. I henhold til FDIC⁸¹ defineres begrebet subprime således:

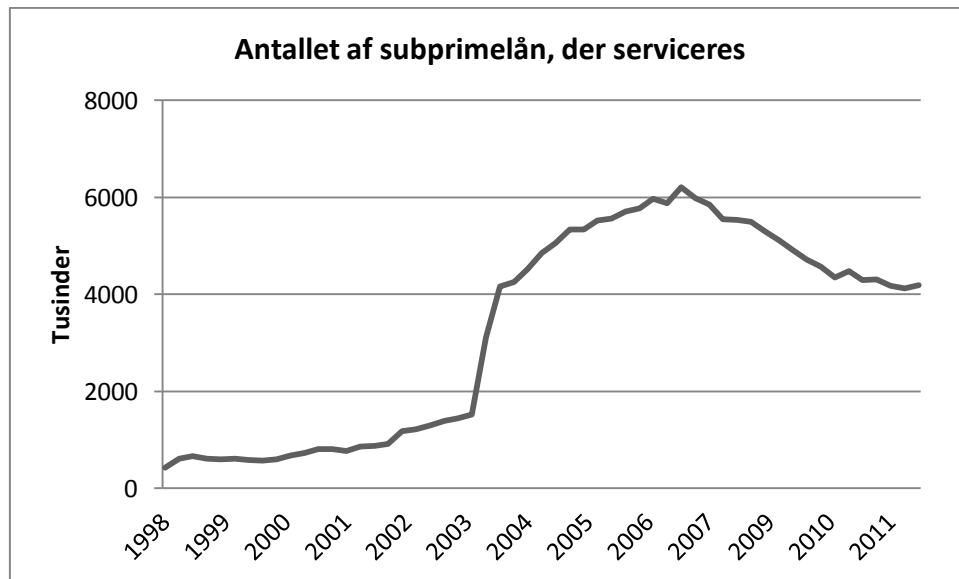
*"The term **"subprime"** refers to the credit characteristics of individual borrowers. Subprime borrowers typically have weakened credit histories that include payment delinquencies, and possibly more severe problems such as charge-offs, judgments, and bankruptcies. They may also display reduced repayment capacity as measured by credit scores, debt-to-income ratios, or other criteria that may encompass borrowers with incomplete credit histories. Subprime loans are loans to borrowers displaying one or more of these characteristics at the time of origination or purchase. Such loans have a higher risk of default than loans to prime borrowers. Generally, subprime borrowers will display a range of credit risk characteristics that may include one or more of the following:*

- (a) Two or more 30-day delinquencies in the last 12 months, or one or more 60-day delinquencies in the last 24 months;*
- (b) Judgment, foreclosure, repossession, or charge-off in the prior 24 months;*
- (c) Bankruptcy in the last 5 years;*
- (d) Relatively high default probability as evidenced by, for example, a credit bureau risk score (FICO) of 660 or below (depending on the product/collateral), or other bureau or proprietary scores with an equivalent default probability likelihood; and/or*
- (e) Debt service-to-income ratio of 50procent or greater, or otherwise limited ability to cover family living expenses after deducting total monthly debt-service requirements from monthly income."*⁸²

⁸⁰ Juul (2003, s. 5).

⁸¹ Federal Deposit Insurance Corporation.

⁸² <http://www.fdic.gov/about/comein/background.html>.



Figur 9 (Kilde: Bloomberg)

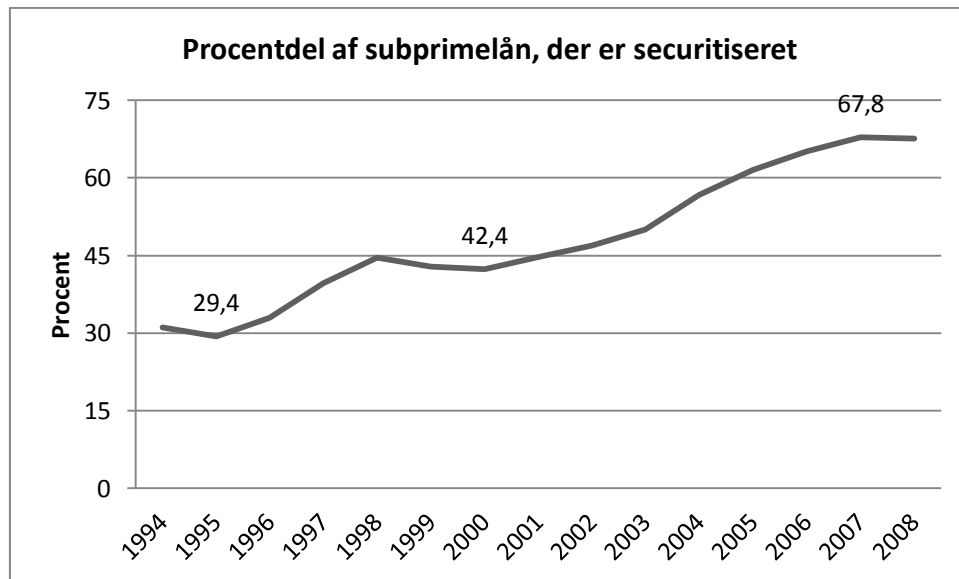
Figur 9 illustrerer mængden af subprimelån i perioden fra 1998 til i dag. Som det fremgår, steg antallet af lån med subprimestatus ganske betydeligt i begyndelsen af 2002. Fra begyndelsen af 2003 var udviklingen nærmest eksplosiv med mere end en fordobling af antallet subprimelån inden for en periode af et halvt år. Det betød naturligvis også, at långiverne initialt var mere sårbare, såfremt boligpriserne skulle falde. Dette scenarie begyndte så småt i slutningen af 2006 og tog for alvor fart i andet kvartal 2007.⁸³

Baseret på kendskabet til de på tidspunktet eksisterende regler, var der et oplagt incitament for bankerne til at foretage securitisationer af subprimelånene⁸⁴. Endvidere var investorerne ganske opmærksomme på modellen, idet man gennem securitisationsstrukturen reducerer den oprindelige kreditrisiko samtidig med, at man stadig kan opnå et hæderligt afkast⁸⁵. Helt basalt gav securitiseringen af subprimelånene långiverne funding og likviditet til at udstede nye lån.

⁸³ Se bilag 1, figur F.

⁸⁴ Dette ræsonnement er uddybet i foregående kapitel.

⁸⁵ Barth (2009, s. 50).



Figur 10 (Kilde: Inside Mortgage Finance, Milken Institute)

Som det ses på figur 10, steg andelen af securitiserede subprimelån ganske betydeligt efter 2001, hvor renteniveauet var inde i en faldende periode. Det er bemærkelsesværdigt, at andelen securitiserede subprimelån i 2007 udgjorde knap 70 procent. Det er mere end 25 procentpoint højere end blot syv år forinden. Dette billede illustrerer udmærket, hvorledes udviklingen i dels subprimelån og dels i pass-through-tilgangen af disse eskalerede ganske voldsomt på kort tid. Effekten af denne udvikling var naturligvis, at kreditrisikoen forbundet med subprimelånene ikke lå hos den oprindelige kreditudbyder, men i stedet investorerne i securitisationkonstruktionerne. Securitisationen af lånene medførte altså principielt, at kreditrisikoen blev overført fra de finansielle långivere til risikovillige investorer gennem kapitalmarkedet. Samtidig medførte processen, at salget af subprimelånene gav kreditgiverne funding- og likviditetskilde til at udbyde flere lån, som herefter også kunne securitiseres. Det er værd at bemærke, at securitisation bevirkede, at kreditrisikoen på mere end to tredjedele af alle subprimelån blev overdraget til investorerne.

Som beskrevet i det indledende kapitel er en traditionel securitisation en struktur, hvor investor investere i de af SPV'et udstedte obligationer. Dette er for så vidt også sandt i relation til strukturerne i forbindelse med subprimelånene. Hertil skal dog lægges en mere kompleks og omfattende struktur. De på tiden gældende Baselregler gav for det første kreditudbydere incitament til at securitisere engagementer med høj kreditrisiko⁸⁶. Den netop ovenfor beskrevne udvikling i securitisationer af subprimelån bekræfter, at disse nævnte incitament også blev udført i praksis. For det andet muliggjorde reglerne, at der kunne

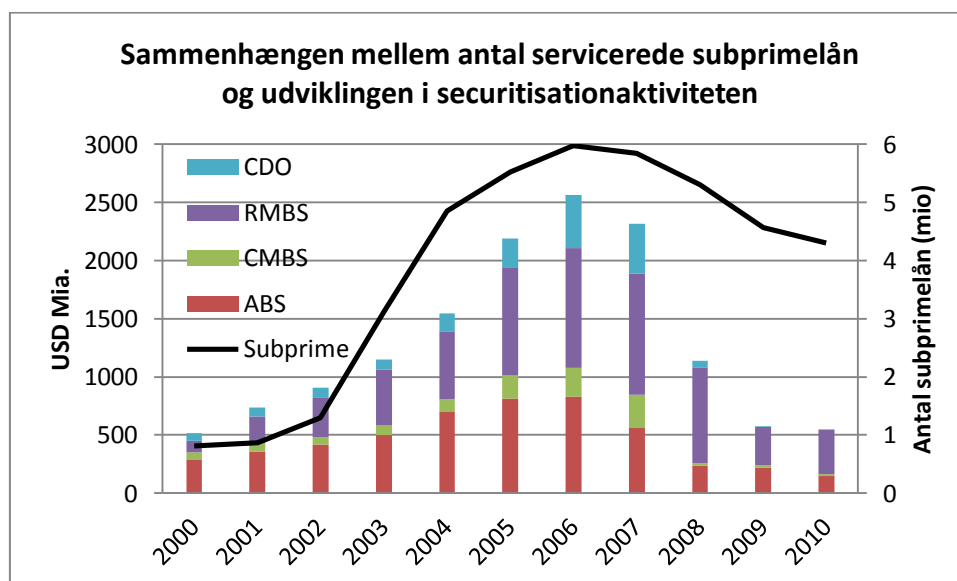
⁸⁶ Se kapitel 3.

opnås en ganske fordelagtig risikoarbitrage ved at gensecuritisere de af SPV'et udstedte obligationer. Disse incitament og muligheder blev øjensynligt udnyttet til fulde.

4.3 Nedsmeltningen i securitisationaktiviteten

4.3.1 Årsag til stigningen i securitisationer

Som det er bemærket steg aktiviteten voldsomt frem mod 2007 for herefter at få et markant dyk. Grunden til at niveauet i antal securitisationer steg bemærkelsesværdig frem mod 2007 skal findes i de netop beskrevne fordelagtige økonomiske grundlag. De lave renter, den høje arbejdsløshed, den lave volatilitet samt ikke mindst de høje aktivpriser udgjorde fundamentet for opblomstringen af de risikobetonede subprimelån. Væksten i subprimelån var, som vi har set, ganske eksplosiv før 2007. Forklaringen på denne udvikling må ganske enkelt være, at muligheden for securitisationer af disse lån eksisterede. Dette bekræftes af sammenhængen mellem stigningen i securitisationaktiviteten og udviklingen i servicede subprimelån.



Figur 11 (Kilde: Bloomberg og SIFMA)

Figur 11 ovenfor fremstiller udviklingen i den globale securitisationudstedelsesaktivitet opdelt i relevante produktkategorier. Endvidere er subprimeaktiviteten indsat. Tendens er ganske tydelig. Eksplosiviteten i subprimelån var stort set identisk med stigningen i securitisationaktiviteten. På seks år steg den samlede securitisationaktivitet fire gange, hvilket må siges at være særdeles bemærkelsesværdigt. Interessant er det endvidere, at aktiviteten i udstedelsen af securitisationobligationer faldt drastisk fra 2006, således at niveauet i 2010 basalt set var tilbage på 2000-niveau. Denne udvikling er om end mere bemærkelsesværdig

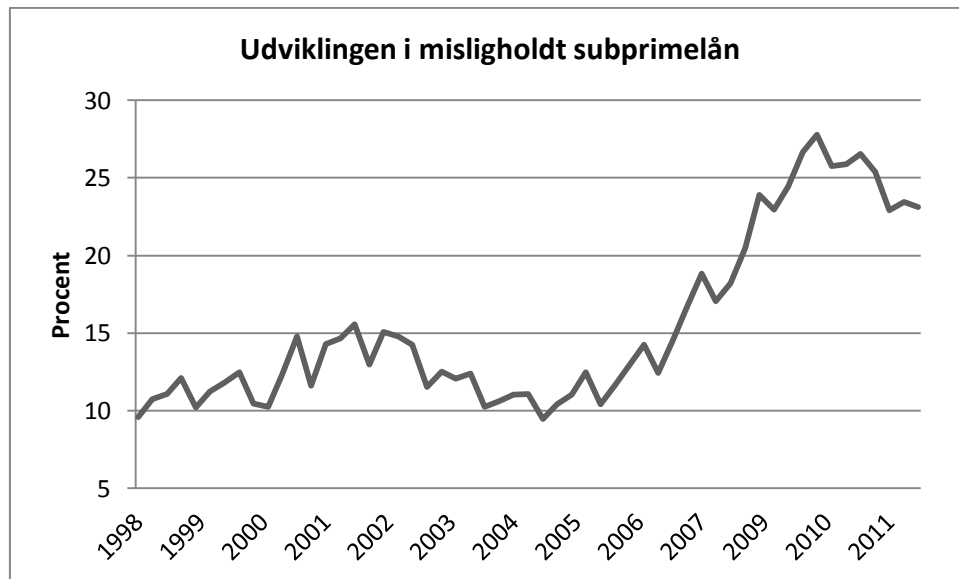
end stigningen årene forinden. Figuren viser en stadig tilbageværende aktivitet på trods af det markante fald. Denne tilbageværende aktivitet, navnlig i relation til RMBS-udstedelser, stammer fra det europæiske marked⁸⁷. Tendensen i faldet i aktiviteten på securitisationer kan delvis forklares med faldet i subprimelån. Faldet i securitisationer er dog tydeligvis mere markant end faldet i subprimelån, hvorfor der givetvis må være andre elementer, der skal forklare det pludselige fald i aktiviteten for securitisationer.

4.3.2 Fald i huspriserne

Huspriserne begyndte at falde i sensommeren 2006.⁸⁸ Således sås det første fald i huspriserne siden november 2001, i juli 2007. Priserne var vel at mærke steget med næsten det dobbelte i den mellemliggende periode. Den negative udvikling fik fatale konsekvenser. Husejerne, der lå inde med rentetilpasningslån, stod pludselig over for store udfordringer, når lånene skulle refinansieres. Man risikerede ganske enkelt, at husets værdi var mindre værd end det man skyldte. De faldende huspriser kan hovedsageligt forklares ud fra, at FED begyndte at hæve renten mod et mere traditionelt niveau. Refinansieringen af lånene medførte derfor højere månedlige afdrag for boligejere med rentetilpasningslån. Ganske naturlig fik det store konsekvenser for subprimelåntagerne. Som beskrevet tidligere, udgjorde subprimelånene en stor del af det amerikanske realkreditmarked. Låntagerne var befolkningsgrupper, der i forvejen sad i en ganske presset økonomisk situation. Det er derfor ganske logisk, at når den månedlige ydelse stiger, vil mange af disse låntagere kollapse økonomisk. Dette var præcis, hvad der skete. Andelen af subprimelån, der blev misligholdt, steg signifikant fra 2006, hvilket illustreres på figur 12, som viser udviklingen i misligholdt subprimelån ud af den totale mængde subprimelån, der er serviceret.

⁸⁷ Se bilag 1, figur C.

⁸⁸ Se bilag 1, figur F.



Figur 12 (Kilde: Bloomberg)

4.3.3 Asymmetrisk information

Securitiseringen af subprimelånene foregik som nævnt gennem enten statsforbundne agencies eller private agencies, der var forsikret. Når låntagerne begyndte at misligholde deres ydelsesforpligtelser, opstod der manglende likviditet i agencierne og SPV'erne. Denne manglende likviditet gjorde, at man ikke på tilstrækkelig vis kunne servicere de udestående obligationer, hvorfor man principielt selv stod i potentielt mislighold. Som udgangspunkt må det dog hævdes, at dette ikke burde være et problem, idet man jo enten havde staten eller store forsikringskoncerner i ryggen. Det er tidligere i nærværende kapitel illustreret, at nedgangen i MBS-udstedelserne hovedsageligt skyldtes non-agency-markedet, hvor problemet naturligt nok opstår, når forsikringskoncernerne ikke kan opfylde sine forpligtelser i relation til forsikringen. Dette sker, når antallet af forsikringsbegivenheder stiger markant. Det vides, at misligholdt subprimelån steg markant over en kort periode. Endvidere ved vi, at antallet af subprimelån i markedet var ganske signifikant, samt at subprimelånene hovedsageligt var securitiseret, således at investorerne principielt besad kreditrisikoen. Denne kombination gjorde selvfølgelig, at tabene generelt voksede i de enkelte securitisationkonstruktioner. De voksende tab gjorde det dyrt at være forsikringskoncern. Det var derfor ganske naturligt, at man efterhånden ikke kunne opfylde forsikringsforpligtelserne. Når dette sker, vil tabet overføres til investorerne.

Som tidligere beskrevet var konstruktionerne af securitiseringerne ikke blot opbygget omkring en traditionel struktur. Således var aktiviteten i gensecuritiseringer ganske signifikant. Udviklingen i gensecuritiseringer var i forbindelse med udviklingen i misligholdelse af referenceporteføljerne problematisk. Ved at anvende en gensecuritisering var det, som nævnt i kapitel 3, muligt at "pakke" flere

lag af securitisationobligationer sammen, således at risikoen på de endelige obligationer fremgik at være begrænset.

De udstedte obligationer var, som nævnt, struktureret med diversificerede trancher. Såfremt konstruktionen stoppede hér, er der principielt intet til hinder for, at investorerne kan foretage en grundig og tilfredsstillende risikovurdering af referenceporteføljen. Konstruktionerne var dog langt mere komplicerede end som så. Med baggrund i figur 6 er det ganske plausibelt at påstå, at de lavere prioriterede trancher i den oprindelige securitisation blev gensecuritiseret gennem CDO'er med formålet om at reducere risikoen yderligere. Disse CDO'ere kunne herefter også gensecuritiseres ved udstedelse af nye CDO'er. Processen kunne foretages i det uendelige. Det er derfor ganske plausibelt at hævde, at investorerne i den sidste ende havde mere end vanskeligt ved at foretage en grundig og tilfredsstillende vurdering af de risici, der var forbundet med investeringen. Dette skal naturligvis ses i lyset af de begrænsede regler, som Basel II under søjle 3 opstillede i relation til videregivelse af information. Som det er nævnt i kapitel 3 indeholdt de daværende regler ingen forpligtelse til at foretage en form for due diligence af sin investering. Endvidere var der ingen krav til originator om at stille oplysninger til rådighed. Denne retsstilling (eller mangel på samme) må naturligvis have været en tungtvejende årsag til, at investorerne givetvis ikke har foretaget undersøgelse af de i første stadie underliggende aktiver. Man måtte derfor have tillid til kreditvurderingsbureauernes kreditvurdering af de udstedte obligationer. Med andre ord blev det vanskeligt selv at foretage en rationel vurdering af sin investering.

4.3.4 Troværdighed til kreditvurderingsbureauer

Som illustreret tidligere i nærværende afhandling har kreditvurderingsbureauer markant indflydelse på, hvorledes bankernes risikoporteføljer kan og er sammensat.⁸⁹ Det skyldes naturligvis, at risikovægtningen i relation til opgørelsen af kapitaldækningen er baseret på de specifikke eksponeringers kreditvurdering. Et eksternt kreditvurderingsbureau (ECAI) er defineret i Basel II⁹⁰, idet det dog er anført, at det er de nationale tilsynsmyndigheder, der har den endelige bemyndigelse til at vurdere, hvorvidt de pågældende kriterier for et sådan institut er opfyldt. Uden at kriterierne nærmere skal uddybes hér, skal det nævnes, at de overordnede kriterier, som et kreditvurderingsbureau skal opfylde, er: objektivitet, uafhængighed, international adgang/gennemsigtighed, information, tilstrækkelige ressourcer til at foretage kreditvurderinger af høj kvalitet og troværdighed. Grundlæggende findes der globalt set tre anerkendte

⁸⁹ Se også Andersen, Rating af Finansielle virksomheder (2008, s. 11).

⁹⁰ Se punkt 91.

kreditvurderingsbureauer: Moody's Investors Service, Standard's & Poor's Ratings Services og Fitch Ratings⁹¹.

Kreditvurderingsbureauernes magt er principielt regulatorisk. Ud fra analysen af reglerne i Basel II er det kendt, at kreditvurderingsbureauernes vurdering er afgørende for den pågældende risikovægtning af en investering i securitisationeksponeringer. Dette kan potentielt afføde nogle relevante problemstillinger. Først og fremmest opstår det logiske spørgsmål: Hvorledes skal kreditbureauerne være i stand til at vurdere de ofte meget komplekse strukturer, der er forbundet med securitisationer? Endvidere har kreditvurderingsbureauer traditionelt været eksperter på almindelige gældseksponeringer og således ikke komplekse finansielle instrumenter⁹². Dette element gør naturligvis, at modellerne til kreditvurdering nødvendigvis må nytænkes. En yderligere problemstilling er i forhold til resultatet af vurderingen. Kreditvurderingen fortæller groft set risikoen for misligholdelse og dermed risikoen for tab på den vurderede eksponering. Dette er et yderst kritisabelt punkt, idet en eksponering naturligvis ikke alene indeholder kreditrisiko, men også markedsrisiko og operationelle risici. Sammenholdt hermed skal det bemærkes, at nøjagtigheden af kreditvurderingen ofte ikke er acceptabel. Således foretages der ikke en tilbundsående undersøgelse af de kreditvurderede aktiver⁹³. Dette kan naturligvis være med til at påføre potentielle investorer større risiko end ønsket. En af de mest bekymrende problematikker eksisterer dog i relation til honoreringen for kreditvurderingen. Således er det som oftest udsteder, der betaler for vurderingen, hvorfor der naturligt opstår en tankevækkende interessekonflikt.⁹⁴

Investorerne måtte grundet de komplicerede strukturer, have stor tillid til kreditvurderingsbureauernes bedømmelse af obligationerne, der var udstedt med sikkerhed i andre obligationer. Størstedelen af de udstedte obligationer under securitisationstrukturerne havde fået højst mulige vurdering i form af AAA.⁹⁵ En sådan vurdering giver naturligvis investorerne tillid til, at de foretager en ganske sikker investering. Det er tankevækkende, at obligationerne fik en så god vurdering på trods af, at de i virkeligheden blot havde de meget risikofølsomme subprimelån som referenceportefølje. En nærmere forklaring heraf må foretages ud fra en dybdegående analyse af bureauernes modeller, hvilket ligger uden for formålet med dette studie.

⁹¹ Finanstilsynet anerkender endvidere DBRS limited.

⁹² Buiter (2007, s. 5).

⁹³ Andersen, Rating af Finansielle virksomheder (2008, s. 110).

⁹⁴ Andersen, Rating af Finansielle virksomheder (2008, s. 103ff).

⁹⁵ Barth (2009, s. 156).

4.3.5 Lempelig kreditpolitik

Som følge af de ganske fordelagtige markedsvilkår, herunder incitamentet i relation til kapitalarbitrage, blev bankernes kreditpolitik øjensynligt mere lempelig. Det er illustreret, hvorledes antallet af boliglån med høj risiko steg eksplosivt i perioden op til 2007. Subprimelånene var, som NINJA-lånene ganske godt illustrerer, et udtryk for en lempelig kreditpolitik fra långiverne. Det er ganske plausibelt at hævde, at muligheden for originate-to-distribute modeller og Baselreglernes risikovægtningssystem var medvirkende årsager til eksplosionen.

Muligheden for at securitisere lånene med høj risiko gjorde, at de initiale kreditudbydere ikke skulle bekymre sig om risikovægtningen af disse aktiver. Således frasolgte de aktiverne, hvorfor de ikke længere skulle risikovægtes i relation til kreditudbyderens opgørelse af kapitalkravet. Endvidere skabte udbyderne yderligere likviditet ved konstruktionerne gennem salget af lånene. Det er således ganske klart, at denne forretningsproces blev en ganske habil vej til en god indtjening.

4.3.6 Det endelige sammenbrud

Aktiviteten i securitiseringer faldt drastisk fra 2007. Specielt det amerikanske marked oplevede en væsentlig tilbagegang. En tungtvejende årsag til denne nedsmeltning skal findes i udviklingen i subprimelån. Den enorme eksplosion i disse lån sammenholdt med securitiseringen af dem og selve securitisationsstrukturene gjorde, at mange investorer globalt set var eksponeret over for subprimelånene. Eksplosionen i udlån er alene en ganske plausibel forklaring på en finansiell krise.⁹⁶ Investorerne havde støttet blindt på kreditvurderingsbureauernes vurdering af obligationerne. Grundet den komplekse struktur, var det ikke muligt for investorerne selv at foretage tilstrækkelig due diligence af de initiale referenceporteføljer. Da antallet af misligholdte subprimelån begyndte at stige med hastig fart, begyndte investorerne som følge heraf at lide store tab. Tabene gjorde øjensynligt, at investorerne blev mere forsigtige med at foretage investeringer i securitisationsobligationer, idet man netop ikke selv kunne gennemskue, hvad der blev investeret i. Denne udvikling er en plausibel forklaring på, hvorfor aktiviteten i securitiseringer faldt i kølvandet på stigningen i misligholdte subprimelån. Den manglende efterspørgsel på securitisationsobligationer medførte, at originatorerne ikke havde likviditet til at tilbyde nye subprimelån. Originator kunne ikke omstrukturere og begynde at anvende originate-to-hold modellen, da man således ville komme i konflikt med kapitalkravene. Derved faldt udbuddet af subprimelån og derfor også securitiseringer af disse.

⁹⁶ Østrup (2008, s. 235).

Konklusionen på den dramatiske og meget pludselige nedsmeltning må derfor forklares i markedsfejl på henholdsvis udbudssiden og efterspørgselssiden. På udbudssiden bestod fejlen i, at originator initialt producerede en vare, der gennem securitisationstrukturen blev "solgt" som vare med bedre kvalitet, end hvad sandt var. Fejlen kunne opstå, idet der på markedet eksisterede asymmetrisk information. Denne asymmetriske information var også skyld i fejlen på efterspørgselssiden. Her bestod fejlen i, at køberen (investor) ikke foretog en grundig og tilstrækkelig risikovurdering af investeringen. Der kan derfor argumenteres for, at den asymmetriske information fundamentalt set var årsag til sammenbruddet på markedet.

Sammenfatning

Udviklingen i de gængse securitisationer tog et markant skridt opad fra begyndelsen af 2000. Således steg antallet af både ABS-, MBS- og CDO-udstedelserne signifikant fra denne periode. Navnlig skete der en eksplosion i securitisationaktiviteten i forbindelse med udstedelse af henholdsvis MBS'ere og CDO'ere. MBS'erne, der omfatter securitisationer af boliglån, blev udstedt af henholdsvis de statsbaserede agencies og private non-agencies. Disse udstedte MBS'ere blev gensecuritiseret gennem udstedelsen af CDO'ere, hvor de underliggende aktiver altså var MBS'erne. Grunden hertil kan findes i den på tiden eksisterende regulering, som netop gav incitament til at omgå risikovægtningen ved at omstrukturere de oprindeligt udstedte obligationer til nye obligationer med bedre kreditvurdering. Incitamentet i lovgivningen til at securitisere engagementer af høj kreditrisiko blev endvidere udnyttet. Dette skete gennem etableringen af subprimelån, som blev solgt videre til et SPV for herefter at blive securitiseret. Subprimelånene var betegnelsen for boliglån med signifikant høj risiko. Kombinationen af underliggende aktiver med høj risiko og den ganske sofistikerede struktur gjorde det risikobetonet at være investor. Da økonomien udviklede sig i en for subprimelåntagerne kritisk retning begyndte der at komme tab på de underliggende aktivporteføljer. Grundet asymmetrisk information på markedet havde investor ikke været i stand til at gennemskue denne risiko, hvorfor investorerne led markant større tab, end risikoprofilen kunne bære. Denne udvikling resulterede i en markant nedgang i efterspørgslen på CDO'erne, hvorfor bankerne begyndte at mangle funding til at udstede nye subprimelån til securitisationer. Konsekvensen var en dramatisk nedsmeltning i securitisationaktiviteten.

5. Regulative tiltag som følge af krisen

5.1 Behovet for intervention

Ud fra en fuldstændig liberal tankegang bør der i tilfældet af markedsnedsmeltningen vel næppe interveneres fra det offentlige side. Dette rationale er begrundet i den klassiske mikroøkonomiske tankegang, navnlig Adam Smiths teori om "den usynlige hånd". Således er hans argument, at markedet selv vil tilpasse sig, hvorfor reguleringen ikke er en optimal løsning. Det er ud fra denne argumentation ikke rationelt at foretage indgriben i markedsmekanismerne, idet disse mekanismer medfører de effiente processer i et genopretningsforløb.⁹⁷ Teorien må vel nok anses som værende ganske radikal, og stemmer da heller ikke overens med det tidligere omtalte rationale for regulering af finansielle virksomheder. Finn Østrup nævner i forlængelse heraf tre argumenter, som alle er opstillet i den økonomiske litteratur, for at det offentlige skal foretage en indgriben i forbindelse med finansielle kriser. For det første vil en manglende regulering medføre store transaktionsomkostninger for økonomien som helhed, idet (potentielle) kreditorer herved er nødsaget til at foretage en omfattende undersøgelse af den enkelte institutions soliditet – ganske som ved investering i private virksomheder. Disse omkostninger reduceres i en vis grad ved regulering af institutternes soliditet. For det andet vil de finansielle långivere ligge inde med privat information om låntagerne, der kan sænke de enkelte låntageres finansieringsomkostninger. Denne information kan i tilfælde af sammenbrud gå tabt. For det tredje – og formentlig vigtigst af alt – vil intervention fra det offentlige sikre, at et sammenbrud i de finansielle institutioner ikke medfører en negativ spiral, hvor flere finansielle virksomheder bryder sammen som følge af interbankmarkedet⁹⁸. Ud fra disse tre betragtninger er det ganske hensigtsmæssigt, at der interveneres i forbindelse med nedsmeltningen, således at de eksisterende huller i reguleringen tættes.

5.2 Tiltag fra Basel Komiteen

En række initiativer, herunder også i relation til securitisation, er foretaget af Basel Komiteen i lyset af den kritiske udvikling i securitisationaktiviteten. I november 2008 fremkom Komiteen med en egentlig strategi

⁹⁷ Milgrom og Roberts (1992, s. 28).

⁹⁸ Østrup (2008, s. 45ff).

for, hvorledes man ville gribe problemerne under den finansielle krise an. Formanden⁹⁹ for Basel Komiteen beskrev i pressemeddelelsen¹⁰⁰ tiltagene således:

"...the Basel Committee's work programme is well advanced and provides practical responses to the financial stability concerns raised by policy makers related to the banking sector."

Endvidere fremførtes det, at:

"...the primary objective of the Committee's strategy is to strengthen capital buffers and help contain leverage in the banking system arising from both on- and off-balance sheet activities."

"Ultimately, our goal is to help ensure that the banking sector serves its traditional role as a shock absorber to the financial system, rather than an amplifier of risk between the financial sector and the real economy,"

5.2.1 Forbedringer af Basel II

I perioden efter krisen udkom Basel Komiteen med en række nye tiltag i forhold til at styrke den finansielle stabilitet. Tiltagene betegnes under et som Basel III. Efter denne periode med forskellige indslag og diskussioner udkom i juli 2009 et essentielt dokument i processen med at modificere reguleringen; nemlig *Enhancements to the Basel II framework*¹⁰¹. Dokumentet indeholder en række ændringer og forbedringer til den eksisterende Basel II, idet der foretages modificeringer i alle tre søjler. Interessant er det, at dokumentet hovedsageligt indeholder modificeringer i relation til securitisationer. Ifølge dokumentet skal kravene efterleves per 31. december 2010.

Under introduktionen til søjle 1-ændringerne i dokumentet fremgår det, at formålet med forbedringerne er at styrke rammerne for securitisationer og agere på de elementer, man erfarede problematiske under krisen. Således har man grundlæggende foretaget modificeringer i relation til gensecuritisationer, den standardiserede metode, anvendelse af kreditvurderinger, operationelle krav til kreditanalyser og likviditetsfaciliteter under henholdsvis den standardiserede metode og IRB-metoden.

En gensecuritisation er i forbedringsdokumentet defineret som en securitisation, i hvilken risikoen, associeret med en underliggende eksponeringsportefølje, er trached og mindst én af de underliggende eksponeringer er en securitisationeksponering. Derudover er en eksponering over for en eller flere

⁹⁹ Nout Wellink.

¹⁰⁰ Press release 20 November 2008; *Comprehensive strategy to address the lessons of the banking crisis announced by the Basel Committee*. Kan findes her: <http://www.bis.org/press/p081120.htm>.

¹⁰¹ Omtales herefter "forbedringsdokumentet".

gensecuritisationser også defineret som en gensecuritisation. Den opmærksomme læser vil bemærke, at denne definition stemmer ganske godt overens med de tidligere omtalte Collateral Debt Obligations (CDO'er), der er udstedt med reference til en portefølje af underliggende ABS'ere, MBS'ere, andre CDO'ere eller lignende. Dette er ikke helt forkert. Det fastslås i forbedringsdokumentet, at definitionen af gensecuritisation omfatter CDO'er med ABS (herunder MBS) som referenceportefølje:

"In other words, even if only one of the underlying exposures is a securitisation exposure, any tranching position (e.g. senior/subordinated ABS) exposed to that pool is considered a resecuritisation exposure."

I simple termer er en gensecuritisation altså en konstruktion, hvor der foretages en securitisation af en securitiseret referenceportefølje. Under det oprindelige Basel II-regelsæt var begrebet gensecuritisation kun kort inddraget. Således fremgår det af punkt 542 i de oprindelige Basel II-regler, at de underliggende aktiver blandt andet kan omfatte ABS'ere og MBS'ere. Dette må vel principielt betragtes som en gensecuritisation.

Modificeringen af reglerne er ganske markante. Først og fremmest er risikovægtningerne i forbindelse med RBA-metoden modificeret, således at selvstændige risikovægte nu eksisterer for gensecuritisationser. Disse vægte er signifikant højere end de tilsvarende vægte for en securitisation. Eksempelvis skal en seniortranche i en AAA-gensecuritisation vægtes med 20 procent mod blot 7 procent for en eksponering mod en ordinær securitisation. En eksponering over for gensecuritisationser skal her forstås som en gensecuritisation, hvor i) eksponeringen er en seniortranche og ii) hvor ingen af de underliggende eksponeringer er gensecuritisationser.

Denne ændring har til formål, at imødegå omgåelsen i forbindelse den oprindelige tilgang, såfremt banken opkøbte de oprindeligt udstedte junior-MBS'ere og omdannede disse til seniortrancher. Denne mulighed medførte, at bankerne principielt bogførte en langt lavere risiko end hvad der er egentlig var tilfældet. Derfor er det naturligt, at man i de modificerede regler har forsøgt at forhindre denne omgåelse. Det lyder således, at enhver gensecuritisationeksponering, hvor den underliggende eksponering inkluderer gensecuritisationeksponeringer, er kategoriseret som en juniortranche under gensecuritisationvægtene. Med andre ord kan en seniortranche i en gensecuritisation ikke betragtes som en sådan, såfremt der er gensecuritisationser under referenceporteføljen. Denne position er tankevækkende, idet det vel ikke forhindrer en lignende omgåelse på stadiet før. Såfremt der foretages en omdannelse af de oprindelige juniortrancher til nye seniortrancher vil man altså stadig kunne omgå reglerne. Det skyldes, at referenceporteføljen i dette tilfælde ikke omfatter gensecuritisationser, men udelukkende oprindelige securitisationser.

I det oprindelige Basel II-regelsæt var der opstillet operationelle krav for anvendelsen af securitisationrammerne. Disse krav indeholdt ikke krav til bankernes vurdering eller udførelse af kreditanalyser af en securitisationeksponering. Det er der ændret på under Basel III. Forbedringsdokumentet tilføjer således yderligere krav under sektion 565, der skal opfyldes, såfremt securitisationrammerne skal anvendes. Det betyder grundlæggende, at der kræves foretaget en vis grad af due diligence af de enkelte securitisationeksponeringer. Helt overordnet stilles der krav om, at bankerne ligger inde med en omfattende forståelse af risiciene forbundet både med de enkelte securitisationeksponeringer, men også i relation til hele referenceporteføljen. Mere konkret medfører det generelle krav, at banken løbende skal være i stand til at søge information om den underliggende portefølje, herunder eksponeringstype, procentdel af misligholdte lån, misligholdelsesrater, lån under afvikling, gennemsnitlig loan-to-value rate og andre informationer af relevans for identifikationen af kreditværdigheden. Disse krav gælder også for gensecuritisationer, der altså skal have oplysninger om de egentlige underliggende aktiver, omend denne øvelse alt andet lige vil være vanskeligere grundet de underliggende stadier. Sidst skal banken ligge inde med information om hele strukturen for eksponeringen, herunder eventuelle kreditforbedringer og water fall bestemmelser. Kravene til informationen, som participanterne skal ligge inde med, strammes altså væsentligt.

Reglerne under søjle 3 modificeres også. Overordnet set tilføjes et krav i sektion 809, der pålægger bankerne et ansvar for at formidle den faktiske risikoprofil til markedsparticipanter. Dette generelle krav har medført en række mere specificerede krav. Disse specificerede krav består for det første af en beskrivelse af de securitiserede aktiver. For det andet skal der foretages en beskrivelse af processerne, instituttet anvender, til at overvåge ændringer i kredit- og markedsrisikoen i forhold til securitisationeksponeringen. Beskrivelsen skal inkludere en beskrivelse af, hvorfor eksponeringen ikke skal anses som en gensecuritisation, hvis dette er tilfældet. For det tredje skal der foretages en beskrivelse af bankens hedgingpolitik i relation til securitisation- og gensecuritisationeksponeringer. Som et fjerde tiltag skal banken foretage en detaljeret beskrivelse af det omfang af securitisationeksponeringer og de tilhørende kapitaldækningskrav, som opdeles i henholdsvis securitisationer og gensecuritisationer. Det er altså ganske tydeligt, at man har forsøgt at opstille krav, der skal sikre, at investor er fuldt ud bevist om, hvilke eksponeringer denne står overfor.

5.3 EU - Credit Requirements Directives

Direktiv 2006/48/EC¹⁰² omhandler adgangen til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut. Dette direktiv udgør sammen med Direktiv 2006/49/EC¹⁰³ om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag EU's Capital Requirements Directives (CRD). Direktiverne er løbende ændret og modificeret, hvorfor de i dag ikke fremstår som de originale direktiver.

Den Europæiske Union har implementeret Basel Komiteens modificeringer i CRD-direktiverne. Hvor CRD før krisen var ganske tæt beslægtet med Basel III, har man under revidering af CRD efter krisen foretaget yderligere reguleringer end dem, der er indeholdt i Basel III og forbedringerne hertil. Det betyder, at CRD indeholder strengere krav til participanterne end dem, som Basel Komiteen har udarbejdet. Man kan diskutere, hvorvidt det er klogt at diversificere reguleringen af de finansielle markeder, idet markederne som bekendt fungerer på globalt plan. En forskellighed i reglerne kan derfor medvirke til en mulighed for at opnå regulativ arbitrage. På den anden side har man i USA også valgt at stramme reguleringen mere, end hvad Basel Komiteen har forslået. I den sidste ende er reguleringen derfor forholdsvis ensartet; hvert fald i forholdet mellem de to største markeder: det europæiske og det amerikanske. De følgende afsnit vil præsentere forhold i EU-reguleringen, der fraviger fra eller er tilføjet i forhold til Basel III. Hvor det måtte være relevant vil relationen til amerikansk ret kort nævnes.

5.3.1 CRD II – Risk Retention Rule

Blandt modificeringerne er Direktiv 2009/111/EF¹⁰⁴, også blot kaldet CRD II, hvis indhold er af ganske signifikant betydning for securitisationer. I relation til securitisationer har CRD II to hovedformål. Det fremgår således af præambel 24, at misforholdet mellem originators interesser og investors interesser fjernes og sammenstemmes. Dette skal sikres ved at originator påkræves at opretholde en eksponering over for kreditrisikoen, der, via pass-through-modellen, videreføres til investorerne. Det følger af præambel 25, at det er underordnet, om det er det engagementsleverende kreditinstitut, det organiserende kreditinstitut eller den oprindelige långiver, der pålægges kravet. Umiddelbart synes de tre

¹⁰² Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut.

¹⁰³ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag.

¹⁰⁴ Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2009/111/EF af 16. september 2009 om ændring af direktiv 2006/48/EF, 2006/49/EF og 2007/64/EF for så vidt angår banker tilsluttet centralorganer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring. Herefter blot "CRD II".

partsbetegnelser principielt at dække over samme participant. Dette er korrekt, såfremt der er tale om en traditionel, simpel og enkeltstående securitisation, hvor der kun er et stadie. Som beskrevet i foregående kapitel, var strukturerne dog under finanskrisen ganske komplekse. Således havde investor i sidste ende næppe noget at gøre med den egentlige långiver grundet et utal af gensecuritisitioner. Således var den oprindelige långiver ikke nødvendigvis identisk med engagementsleverende kreditinstitut.

I henhold til direktivets artikel 1 (30) tilføjes i direktiv 2006/48/EC under kapitel 2 en afdeling 7. Under denne afdeling indføres artikel 122a, hvis indhold er ganske banebrydende. Artikel 122a's indhold er tillige ganske omfattende og skal derfor ikke gengives i sin helhed hér. Dog er det relevant at præsentere kernen i bestemmelsen, som i stykke 1 lyder som følger:

"Andre kreditinstitutter end engagementsleverende eller organiserende kreditinstitutter eller oprindelige långivere må kun eksponeres for kreditrisikoen ved en securitisationposition i eller uden for sin handelsbeholdning, hvis det engagementsleverende kreditinstitut, det organiserende kreditinstitut eller den oprindelige långiver har givet et udtrykkeligt tilsagn til kreditinstituttet om, at det på løbende basis vil bibeholde en væsentlig nettokapitalandel, som under ingen omstændigheder må være på mindre end 5 procent. "

Formålene i præambel 24 og 25 indføres altså ganske præcist i artikel 122a (1). Der opstilles således det helt generelle krav, at såfremt et kreditinstitut skal eksponeres for kreditrisikoen ved en securitisationposition, skal det oprindelige kreditinstitut bibeholde mindst 5 procent af nettokapitalandelen. I en simpel og traditionel securitisation betyder det, at investor i en egenskab af kreditinstitut alene kan eksponeres for kreditrisikoen ved referenceporteføljen, såfremt originator bibeholder mindst 5 procent af nettokapitalandelen. Hvad der menes med nettokapitalandelen er nærmere angivet i bestemmelsen. Overordnet set forstås der ved *"bibeholdelse"* af en *"væsentlig nettokapitalandel"*, at originator skal tilbageholde 5 procent af referenceporteføljens nominelle værdi. Dette kan gøres ved fire forskellige metoder. Først og fremmest kan kravet opfyldes ved at tilbageholde mindst 5 procent af den nominelle værdi af de trancher, der er overført til investor. For det andet kan kravet i tilfælde af securitisation af revolverende engagementer opfyldes ved at originator tilbageholder mindst 5 procent af referenceporteføljens nominelle værdi. Tredje mulighed er, at der tilbageholdes tilfældigt udvalgte engagementer svarende til 5 procent af det nominelle beløb af referenceporteføljen, forudsat at antallet af potentielt securitiserede engagementer er på mindst 100 ved engagementets indgåelse. Sidst kan originator tilbageholde juniortranchen, der absorberer de første tab på referenceporteføljen, således at tilbageholdelsen svarer til mindst 5 procent af de securitiserede engagementers værdi.

Stykke 3 fastsætter anvendelsesområdet for stykke 1. Således finder artikel 122a (1) ikke anvendelse, såfremt en række forudsætninger er opfyldt. For det første gælder tilbageholdelseskravene ikke, når referenceporteføljen er fordringer eller eventualfordringer på eller fuldt ud, betingelsesløst og uigenkaldeligt garanteret af centralregeringer eller centralbanker, regionale regeringer, lokale myndigheder og offentlige virksomheder i medlemsstaterne, institutter, der er tillagt en risikovægt på mindst 50 procent i henhold til artikel 78-83¹⁰⁵, eller multilaterale udviklingsbanker. Derudover gælder stykker 1 ikke for transaktioner baseret på et klart, gennemsigtigt og tilgængeligt indeks, hvor de underliggende referenceenheder er identiske med dem, der udgør et indeks over enheder, der handles bredt, eller som er andre omsættelige værdipapirer end securitisationpositioner. Hvad der hermed menes, er ikke helt klart. Der må formentlig refereres til tilfælde, hvor referenceporteføljen består af eksempelvis noterede værdipapirer, hvorved der er offentligt tilgængeligt information vedrørende disse underliggende aktiver. Heller ikke syndikerede lån, erhvervede fordringer eller credit default swaps, når disse instrumenter benyttes til at gruppere og/eller afdække en securitisation, der er omfattet af stykke 1, er omfattet af kravene i stykke 1. Det er således ganske evident, at securitisationer bestående af MBS'ere helt klart er omfattet af tilbageholdelseskravene. Også gensecuritisationer af disse MBO'ere ved eksempelvis CDO-strukturer er omfattet.

Udover tilbageholdelseskravene i artikel 122a (1), indeholder artikel 122a (4) et due diligence krav til det investerende kreditinstitut i relation til politikker og procedurer vedrørende investeringer i securitisationengagementer. Det følger således af bestemmelsen, at et kreditinstitut både før og under investeringen skal kunne dokumentere implementeringen af relevante politikker og procedure, der står i rimelig forhold til risikoprofilen af investeringen. Politikkerne og procedurerne skal anvendes til analyse og registrering af opfyldelse af tilbageholdelseskravet, risikokarakteristikker af securitisationpositionerne og referenceporteføljen, tabshistorik på originator, originators eventuelle sikkerhedsstillelse til støtte for securitisationen og metodologien for opgørelsen af sådan sikkerhedsstillelse samt alle de strukturelle karakteristika ved securitisationen, som væsentlig vil kunne påvirke ydeevnen i kreditinstitutts securitisationposition. Der er krav om, at kreditinstituttet regelmæssigt skal udføre interne stresstest, som passer på securitisationeksponeringen.

Udover disse mindre håndgribelige krav til politikker og procedure skal kreditinstitutter, der ikke agerer som originator, indføre formelle procedure som passer og står i rimelig forhold til risikoprofilen af

¹⁰⁵ Artikel 78-83 omhandler den standardiserede metode. Der er således tale om institutter, der under bilag VI risikovægtes med mindst 50 procent. Det vil med andre ord sige institutter, hvis kvalitetstrin, som instituttets centralregering henføres til, er højst 2.

investeringerne i securitisationser, jf. artikel 122a (5). Bestemmelsen fastsætter, at proceduren, hvor det er relevant, skal omfatte engagementstypen, procentdelen af lån, der er forfalden med mere end 30, 60 og 90 dage, misligholdelsessatser, forudbetalingssatser, overtagne lån, sikkerhedsstillestetype og besiddelsen heraf, frekvensfordelingen af kreditvurderinger og andre målinger af kreditværdigheden for de underliggende engagementer, den erhvervsmæssige og geografiske diversificering og frekvensfordelingen af belåningsprocenten med udsvingsbånd, der fremmer en hensigtsmæssig følsomhedsanalyse.

Kravene vedrørende politikker, procedurer og stresstest stemmer ganske godt overens med Basel Komiteens reviderede regelsæt, som omtalt ovenfor, i relation til kravene vedrørende kreditinstituttets løbende overvågning af securitisationsen, der er investeret i. På trods af at kravene enkelte steder ganske tydeligt er forsøgt mere specificeret i CRD II, er det stadig ikke gennemgribende håndgribeligt.

Det er tankevækkende, at kravenes opfyldelse principielt er i investors interesse. Det følger af artikel 122a (5), at der pålægges det investerende kreditinstitut en yderligere risikovægt, såfremt betingelserne om eksempelvis tilbageholdelseskrauet ikke er opfyldt. Det betyder med andre ord, at såfremt originator ikke opfylder betingelserne til tilbageholdelseskrauet, vil investors risikovægtning af sin securitisationeksponering blive markant forhøjet. Det er derfor ikke et formelt krav til originator at opretholde en økonomisk risiko i referenceporteføljen. Det er alene betingelser, der skal opfyldes, såfremt investor skal have glæde af den fordelagtige risikovægtning, der er forbundet med en securitisationeksponering. På den anden side kan der vel argumenteres for, at originator vil have et ganske stærkt incitament til at opfylde kravene, idet efterspørgslen efter dennes securitisationobligationer vel nok vil være begrænset, hvis kravene ikke opfyldes.

De amerikanske myndigheder har i lighed med EU implementeret en risk retention rule. Hjemlen findes i den nyere Dodd-Frank Act, som blev vedtaget i juli 2010. Dokumentet, som er ganske omfattende, indeholder i form af Title IX et kapitel om investorbeskyttelse. Herunder findes der i form af Subtitle D et afsnit om forbedringer af securitisationprocessen. Reglen om tilbageholdelse findes i sektion 941. Det følger heraf, at der skal indføres en regel om, at originator skal tilbageholde mindst 5 procent af kreditrisikoen i de securitiserede aktiver. Formålet med reglen er således ikke forskelligt fra det af EU indførte. Forskellen ligger i den mere tekniske formulering af kravet. Det følger således af den amerikanske regel at det er originator, der pålægges kravet direkte. Som nævnt er det i de europæiske regler ikke som sådan et krav for originator at tilbageholde kreditrisikoen. I stedet er ansvaret pålagt investor.

5.3.2 CRD II – Krav om videregivelse af oplysninger

I henhold til artikel 122a (7) i CRD II pålægges originator to typer oplysningsforpligtelser. For det først skal originator oplyse til investor om niveauet af tilbageholdelse af kreditrisiko, som reguleret i stykker 1. Denne bestemmelse bekræfter tesen om, at det ikke er et ufravigeligt krav under CRD II, at originator skal tilbageholde en del af kreditrisikoen på referenceporteføljen. Såfremt dette gøres, skal der dog oplyses om dette over for investor. Det andet krav, der udspringer af stykke 7, er, at sponsor¹⁰⁶ og originator skal sikre, at potentielle investorer har umiddelbar adgang til alle væsentlige og relevante data om kreditkvaliteten og ydeevnen i de enkelte underliggende engagementer, likviditetsstrømme og sikkerhedsstillelse til støtte for et securitisationengagement. Derudover skal det sikres, at alle oplysninger, der er nødvendige for investor for at gennemføre informerede og omfattende stresstest på likviditetsstrømmene og sikkerhedsstillelsesværdierne er til rådighed. Som det er nævnt ovenfor, er konsekvensen af, at oplysningsforpligtelserne ikke opfyldes, at risikovægtningen af eksponeringen vil hæves markant; det vil sige med mindst 250 procent, dog højst 1250 procent. Det er derfor investor, der lider under, at oplysningsforpligtelserne ikke opfyldes.

Begreberne "væsentlige" og "relevante data" skal defineres ved securitisationens etablering. Det er dermed usikkert, hvad der mere specifikt ligger i disse begreber. Tankevækkende er det derfor, at investors krav til due diligence og originators oplysningskrav ikke som sådan nødvendigvis stemmer overens. Situationen kan opstå, hvor "væsentlige" og "relevante data" ikke er tilstrækkeligt for investor til at opfylde sin due diligence undersøgelse. Man kan argumentere for, at der i anden del af artikel 122a (7) implicit ligger et krav om, at investor skal have adgang til de data, som måtte være nødvendigt, for at fuldføre sin due diligence. Denne argumentation er dog tvivlsom, idet man i stykke 7 ikke refererer til investors due diligence, men til de løbende stresstests, investor i henhold til stykke 4 også skal udføre. Der er derfor en problemstilling i relation til, at originator ikke nødvendigvis kan afkræves oplysninger til gavn for investors undersøgelse af referenceporteføljen. Dette scenarie er vel særlig relevant, hvor de underliggende aktiver er lån, herunder boliglån, etableret til private personer. Det følger af stykke 4, at en del af due diligence undersøgelsen består i at analysere og registrere risikokarakteristikken ved de den individuelle securitisationposition. Med andre ord skal investor skaffe oplysninger om den enkelte låntager. Det kan naturligvis vise sig vanskeligt, idet det ikke er givet, at originator har eller ønsker at give den mulighed. I relation til kravene vedrørende de løbende oplysninger, der skal leveres med henblik på investors stresstests, som er opstillet i stykke 7, kan der opstå et problem, idet originator ikke nødvendigvis vil have adgang til sådanne oplysninger efter at have overdraget referenceporteføljen til et SPV.

¹⁰⁶ En part, der tilbyder kreditforbedringer af referenceporteføljen.

5.4 Sammenfatning

Den dramatiske udvikling i samfundsøkonomien i lyset af krisen medførte markante tiltag fra lovgiver. Således ville man sikre, at problemerne, der kom frem i lyset under krisen, blev elimineret. Basel Komiteen reagerede ved at foretage modificeringer af det eksisterende Basel II-regelsæt. De mest bemærkelsesværdige ændringer blev foretaget i relation til gensecuritisationer. Gensecuritisationer var ikke mærkbart reguleret i det gældende regelsæt. Som følge af problematikkerne i forbindelse med CDO-strukturerne fandt man det nødvendigt at regulere disse strukturer mere konkret. Modificeringerne omfattede primært et krav om risikovægtning af eksponeringer over for gensecuritisationer. Derudover indeholder modificeringerne nye og strammere regler omkring oplysningsforpligtelser. EU og USA har i forlængelse af Basel-reglerne foretaget yderligere stramninger. Mest bemærkelsesværdigt er en indførelse af en såkaldt risk retention rule, der skal sikre, at originator opretholder en økonomisk interesse i den securitiserede aktivportefølje. Reglen er dog ikke identisk i EU og USA, idet kravene pålægges henholdsvis investor og originator selv.

6. Vurderinger og perspektivering

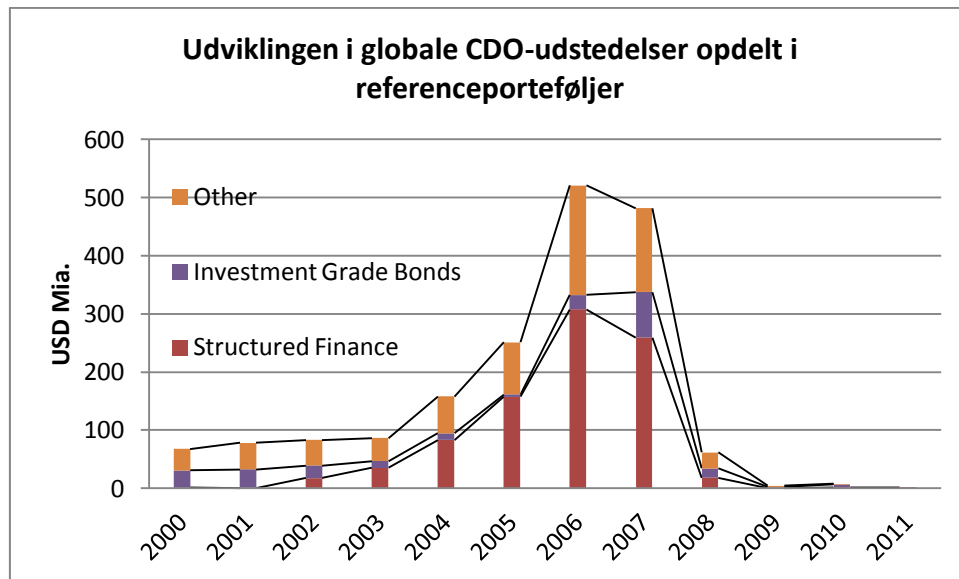
6.1 "Securitisationskrisen" – hvorfor?

"To argue that the loan "product" is the source of the problem is to ignore a fundamental truth: The ability or willingness of individuals to repay loans depends on their financial situation, not on the products they are offered"¹⁰⁷.

Ovenstående citat fra Barth udtrykker holdningen i en stor del af litteraturen vedrørende den finansielle krise. Principielt er påstanden fuldstændig forståelig, men næppe helt korrekt. Ganske vist opstod krisen som følge af, at subprimelåntagerne ikke kunne afdrage på deres gæld. Dette er dog ikke det samme som at påstå, at den manglende evne til at afdrage var det fundamentale problem. Således ville subprimemarkedet næppe være så stort, såfremt securitisationmodellerne ikke var mulige. Herved ville långiver selv skulle holde lånene på egen bog, hvorfor det må antages, at kreditpolitikken ville være signifikant anderledes end den var. Endvidere ville det øjensynligt ikke være muligt at udstede samme mængde subprimelån, idet risikovurdering heraf ville være ganske afvigende fra de ellers vurderede securitisationobligationer. Konsekvensen ville være, at risikovægtningen ville opstille en naturlig barriere for subprimeaktiviteten.

Som beskrevet tidligere faldt aktiviteten i securitisationer drastisk efter 2007. Udviklingen skyldes delvist investorernes tab, som de oplevede som følge af subprimelåntagernes manglende evne til at opfylde deres afdragsforpligtelser. Dette er dog ikke den fuldstændige forklaring. Figur 13 viser udviklingen i globale CDO-udstedelser.

¹⁰⁷ Barth (2009, s. 145).



Figur 13 (Kilde: SIFMA)

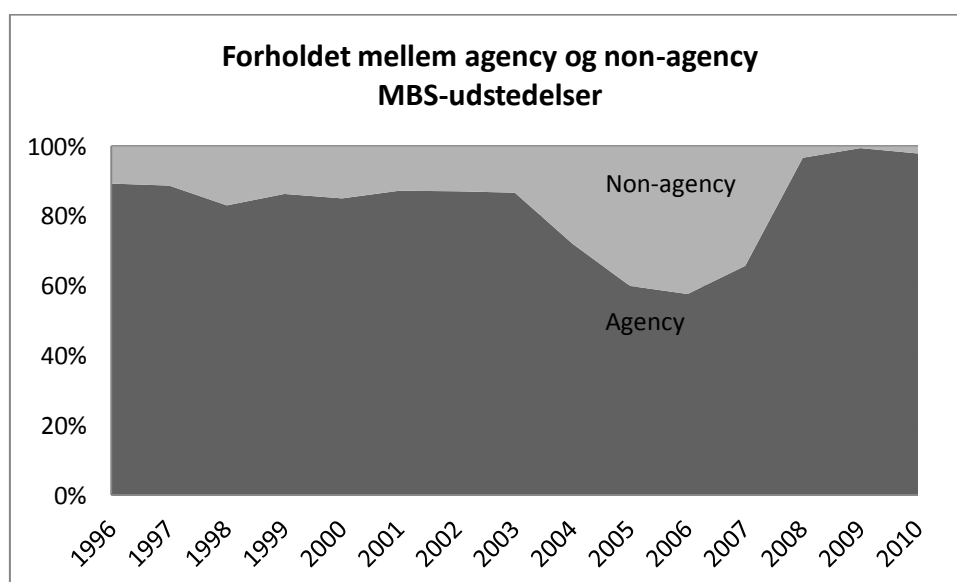
”Structured Finance” kategorien omfatter securitiserede produkter som MBS, ABS og andre CDO. Kategorien ”Investment Bonds” illustrerer udstedelsen af CDO’ere, hvor den bagvedliggende sikkerhed er obligationer, der er vurderet med mindst Baa3¹⁰⁸ eller BBB-¹⁰⁹. Disse vurderinger svarer til de anbefalinger, som under de daværende Basel-regler medførte en lavere risikovægtning, såfremt eksponeringen kunne betragtes som en seniortranche. Denne betragtning er særdeles interessant. Investment Bond-kategorien steg ganske kraftigt fra 2005 til 2007. Stigningen er med andre ord et udtryk for, at der blev foretaget securitisationer af obligationer i form af CDO-udstedelser, der, såfremt der var tale om en seniortranche, ville blive mere fordelagtig vægtet. Konklusionen er derfor åbenlys; ved at udstede CDO’ere med en høj andel seniortrancher, kunne man opnå en kapitalarbitrage i form af lavere risikovægtning. Metodikken gjorde det øjensynligt mere interessant at være investor, idet kapitalkravene blev reduceret ved deltagelse i de pågældende strukturer. Denne ”pakning” reducerede principielt ikke den initiale kreditrisiko, såfremt seniorpositionerne i realiteten udgjorde hovedparten af de samlede trancher. I dette scenario ville seniorpositionen jo i sidste ende absorbere store dele af tabene på referenceporteføljen.

Denne tankegang er ikke identisk med de i kapitel 2 nævnte rationaler for securitisationer. Her blev det påstået, at den initiale risiko blev reduceret gennem en securitisation, idet kreditrisikoen fordeles på flere investorer, som kan diversificere sin samlede investeringsportefølje. Tankegangen er ingenlunde forkert, og kan faktisk medvirke til en yderligere forklaring på securitisationens nedsmeltning. Fra et optimalt

¹⁰⁸ Moody’s.

¹⁰⁹ S&P.

synspunkt vil investorerne diversificere sine investeringer; man vil sprede æggene i mere end én kurv. Denne øvelse kræver, at der er fuld information om de pågældende investeringer, således at de enkelte investeringsaktiver kan vurderes i relation til den samlede portefølje og investorens risikopræferencer. Securitisationkonstruktioner under krisen gav ikke mulighed herfor. Tværtimod var den tilgængelige information øjensynligt ikke retvisende. De komplicerede strukturer gjorde, at investorerne anlagde sin risikovurdering af investeringen i obligationerne ud fra, hvad de var vurderet til af kreditvurderingsbureauerne. Da vurdering principielt ikke afspejlede kreditrisikoen på den initiale referenceportefølje, var informationen altså ikke retvisende. Af samme grund blev investorerne risikovurdering af investeringen misvisende, hvorfor den optimale diversificering ikke blev opnået. Da tabene på referenceporteføljerne begyndte at opstå, ramte tabene dermed investorerne hårdere, end det ville have gjort givet en optimal diversificering.



Figur 14 (Kilde: SIFMA)

Figur 14 ovenfor præsenterer udviklingen i MBS-udstedelser på det amerikanske marked fordelt mellem agencies og non-agencies. Tendens er tydelig. Fra 2002 steg andelen af MBS'ere udstedt af ikke agencies radikalt. Således udgjorde andelen af non-agencies udstedelser i 2006 mere end 40 procent af de samlede amerikanske MBS-udstedelser. Grafen illustrerer to ting. For det første bekræftes det, at andelen af securitiserede subprimelån steg. Det skyldes, at agencierne, som tidligere nævnt, har visse standarder, der skal opfyldes, før de kan tage lånene på bogen. Stigningen i non-agency udstedelser viser derfor, at der var et marked for securitisation af lån, der ikke levede op til standarden: subprimelånene. Derudover viser grafen også, at nedsmeltningen i CDO'ere øjensynligt skyldes, at non-agencierne reducerede udstedelsen af

MBS'ere til næsten ingenting. Dermed var der ingen MBS'ere at gensecuritisere via CDO'ere. Konsekvensen var et dødt CDO-marked.

Basel II-reglerne indeholdt, som diskuteret i kapitel 3, betydelige incitamenter for at etablere securitisationkonstruktioner med referenceporteføljer med høj risici. Som det kan ses ud fra adskillige foregående figurer – herunder 9, 11, 13 og 14 – begyndte den tankevækkende stigning i securitisationer af højrisikoaktiver dog allerede før Basel II-reglerne var vedtaget. Denne betragtning er særdeles interessant, idet det signalerer, at investorerne ikke blot var et offer for reguleringens kritisable incitamentspåvirkning. En besnærende tanke er, at investorerne efterspurgte disse kreditrisikofyldte investeringer, hvorfor investorernes risikoprofiler fra et teoretisk perspektiv skulle kunne bære tabene. Overvejelsen stemmer ganske godt overens med det faktum, at de økonomiske vilkår i starten af 2000'erne var voldsomt gunstige i relation til risikobetonede investeringer navnlig i forbindelse med boliger.¹¹⁰ Risikoprofilerne kunne imidlertid ikke bære tabene, hvorfor den umiddelbare forklaring må henledes på investorernes begrænsede rationalitet. Man havde ganske enkelt, bevidst eller ubevidst, overestimeret sin risikoprofils styrke. Spørgsmålet er i denne forbindelse, om de modificerede regler har taget dette i betragtning.

6.2 En vurdering af de regulative tiltag

Den alarmerende udviklingen i securitisationer og tabene konstruktionerne har medført, kan ganske væsentligt føre til et spørgsmål om, hvorvidt konstruktionerne principielt bør forbydes. For at besvare spørgsmålet må der skeles til de i kapitel 2 diskuterede rationaler for securitisation. Det blev her illustreret, at produktet kan anvendes til at allokere risikoen i forbindelse med udlånsporteføljer til investorer, der ud fra deres individuelle risikoprofil ønsker at besidde denne risiko. Endda kan risikoen på aktiverne allokere til investorer med diversificerede risikoprofiler gennem en stratificering af obligationstrancherne. Denne mulighed medfører alt andet lige, at økonomien som helhed opnår en forbedrende tilstand ud fra et teoretisk efficienskriterie. Svaret på spørgsmålet må derfor også være, at et forbud ikke er den optimale løsning.

Selvom et forbud mod securitisation ikke er løsningen på en kritisk udvikling i aktiviteten, må regulering vel nok være et ganske relevant element. Det kan hævdes, at den eksisterende regulering i Basel II gav forkerte incitamenter i forhold til securitisationer, hvorfor reguleringen principielt førte til den katastrofale udvikling. Dette synspunkt må dog afvises, omend incitamentseffekterne i reguleringen ikke var helt korrekte. Således må det være ganske evident at påstå, at et ureguleret marked for securitisation blot ville

¹¹⁰ Se bilag 1, figur A, E og F.

medføre de samme udviklinger i aktiviteten, som var tilfældet med regulering. Baggrunden for påstanden er, at stigningen i aktiviteten i securitisationer principielt begyndte inden Basel II-reglerne fremkom. Det er derfor ikke korrekt at hævde, at et ureguleret marked er løsningen. Det kan blot konstateres, at de daværende Basel II-regler ikke gav anledning til en opbremsning i den alarmerende aktivitet. Samlet må det være vurderingen, at hverken et forbud eller et ureguleret marked er løsningen på de kritiske udviklinger inden for securitisationer.

Det kan endvidere overvejes, om gensecuritisationer skal elimineres gennem et forbud, således at der ikke kan udstedes CDO'ere med sikkerhed i underliggende MBS'ere, ABS'ere eller andre CDO'ere. På denne måde ville man principielt undgå problematikken omkring uigennemskuelige strukturer. Fordelen er, at investorerne vil have ganske klar adgang til en vurdering af den direkte referenceportefølje. Set i dette lys kunne spares der store transaktionsomkostninger, idet en kompliceret struktur ikke vil skulle klarlægges gennem en omfattende due diligence-analyse. Ulempen er dog, at gensecuritisationer principielt reducerer den initiale risiko som følge af stratifikationen af obligationerne. Konklusionen må derfor være, at securitisationstrukturerne ikke reguleringsmæssigt bør ændres; derimod er der ingen tvivl om, at der er behov for kraftig kontrol i form af stram regulering.

6.2.1 Tiltag i relation til originator

Securitisationer har vist sig at have problematiske elementer i strukturen. Disse problemer er analyseret dels i kapitel 4, dels i foregående afsnit. Problemerne kan skarpt opdeles i ét på udbudssiden og et på efterspørgssiden.

De under krisen gældende regler medførte, at der var et incitament for bankerne til at securitisere aktiver af ringe kreditkvalitet. De reguleringsmæssige tiltag har ikke haft fokus på dette element, hvilket er tankevækkende. De modificerede regelsæt indeholder derfor stadig incitament for bankerne til at securitisere de dårligste aktiver. Den sandsynlige forklaring på dette er, at det pågældende incitament principielt er et "sundt" incitament. Det er i denne forbindelse vigtigt at huske på, at securitisationer er ganske fordelagtige for økonomien som helhed, såfremt de anvendes korrekt. Såfremt banken kan securitisere sine højrisikobetonede aktiver, vil strukturen medføre en mere optimal risikoallokering. Problemerne er således ikke forbundet med incitamentet til at frasælge de dårligste aktiver. Omvendt vil muligheden for securitisation give mulighed for at etablere aktiver med alarmerende høj kreditrisiko, idet aktiverne jo blot kan securitiseres væk fra originators balance.

På udbudssiden bestod problemet i forbindelse med nedsmeltningen i aktiviteten i, at der gennemgående blev securitiseret aktiver med signifikant kreditrisiko. Dette er, som netop nævnt, ikke i sig selv

problematisk. Problemet opstår, hvis der på markedet samtidig er asymmetrisk information. Denne kombination medførte på udbudssiden en tilstedeværelse af moral hazard; altså at originator anvendte den asymmetriske information til at føre en alarmerende kreditpolitik til fare for investorerne. En plausibel påstand er i dette lys at en forbedring af porteføljekvaliteten i relation til securitiserede aktiver ville have forhindret en så markant nedgang i aktiviteten, som det var tilfældet. Den modificerede reguleringen forsøger at afhjælpe problematikken gennem dels en stramning af risikoafvejningen i relation til gensecuritisationer, dels en indførsel af risk retention rule.

I relation til reguleringen af gensecuritisationer er tiltaget isoleret uforståelige. De pågældende ændringer, der medfører en højere risikovægtning, når der investeres i gensecuritisationer end ved investeringer i securitisationer, vil medføre, at investorerne skal opretholde en højere mængde kapital mod eksponeringer i gensecuritisationer. På den ene side vil risikoen for ustabilitet hos investor reduceres, idet investor netop er polstret til at lide visse tab som følge af sin eksponering mod gensecuritisationer. På den anden side er det værd at bemærke, at dette alene vil ske, når det er gensecuritisationer, der gensecuritiseres. Således vil en gensecuritisation af securitisationer ikke være påvirket af regelændringerne. Modificeringen er ud fra forfatterens synspunkt ikke hensigtsmæssig. Fra et økonomisk synspunkt er risikoen, der påhviler investorerne i en gensecuritisation langt mindre, end risikoen der påhviler en investor i de initiale obligationer. Det skyldes, at risikoen på referenceporteføljen allokeres mere, desto flere stadier, der etableres. Det er derfor ganske uklart, hvorfor gensecuritisationer skal pålægges større risikovægt end securitisationer. Argumentet er naturligvis, at informationsstrømmen under krisen blev reduceret, desto flere led, der blev kreeret, hvilket åbenlyst øgede risikoen. Løsningen er dog ikke blot at øge risikovægtningen, idet man herved reelt accepterer, at der ikke foretages en grundig due diligence af den egentlige investering. I stedet skal fokus være på at forbedre informationsstrømmene, således at det faktisk bliver en efficient løsning at foretage gensecuritisationer. I denne forbindelse er problemet stadig, at hele risikovægtningen principielt ligger i kreditvurderingsbureauernes hænder.

Moral hazard-problemet er også søgt løst gennem etableringen af risk retention rule. Formålet er at sikre, at institutionen har optimale incitamenter til at generere aktiver med højst mulig kvalitet. På denne måde sikres det, at aktiver, der securitiseres, lever op til en vis standard. Udfordringen er imidlertid, hvordan disse incitamenter sikres. Én måde at gøre det på er at sikre, at originator opretholder en økonomisk interesse i referenceporteføljen, hvilket er forsøgt gennem risk retention rule, hvor originator pålægges en forpligtelse af at besidde en andel af de af SPV'et udstedte juniorobligationer. Formålet er, at originator vil skulle absorbere de første tab på referenceportefølje, hvorfor en mere solid portefølje givetvis vil etableres indledningsvist. Imidlertid kan visse problemer forudses med denne regel. For det første er reglen ikke

identisk i henholdsvis EU og USA. I EU er det principielt investor, der pålægges en byrde. Således vil investor ikke opnå fordelagtige risikovægte, såfremt det ikke kan dokumenteres, at originator holder en andel af juniortrancherne. Originator er derfor i princippet ikke selv forpligtet til at besidde en økonomisk interesse i porteføljen. I USA er der derimod originator, der direkte forpligtes til at holde denne andel. Hvad der er den korrekte løsning kan umiddelbart være vanskelig at forudse. Det må dog konstateres, at det faktum, at originator besidder en andel af juniortrancherne, ikke nødvendigvis vil give de korrekte incitamenter til i første omgang at forbedre sin kreditpolitik. Det skyldes, at originator ved hjælp af credit-default-swaps (CDS) eller andre hedging-instrumenter kan eliminere den risiko, som originator måtte have grundet beholdningen af juniortranchen. Således vil originator ikke påføres den ønskede risiko. Vurderingen må derfor være, at det nye tiltag med hensyn til risk retention reglen isoleret set ikke vil have den ønskede effekt.

Som et alternativ til risk retention rule er det relevant at overveje en direkte regulering af de aktiver, der kan securitiseres, og hvilke krav, der stilles til disse aktiver. Med andre ord ville en standardisering af de securitiserede aktivkategorier medføre, at der blev skabt en vis kvalitet i de omtalte porteføljer. Denne proces er imidlertid ganske kompliceret. Ud fra en logisk betragtning ville det være vanskeligt at sondre skarpt mellem de aktivkategorier og kvaliteten heraf, der må securitiseres. Her tænkes der specifikt på, at securitiseringer ofte består af en pooling af individuelt ydede lån, hvorfor standardiseringsmekanismer for de enkelte porteføljer vil være vanskelig at fastsætte. Løsningen kan være at afgrænse de potentielle securitisationsaktiver til aktiver, der har en acceptabel kreditvurdering. Således kan man forestille sig, at det alene var muligt at securitisere aktiver, der individuelt besidder en kreditvurdering på minimum A. Det kræver, at der konkret indføres en regel om, at originator foretager en risikovurdering af aktiverne inden de securitiseres. Fordelen ved en sådan regel er, at rationalet ved securitisering bibeholdes samtidig med, at referenceporteføljen opnår en vis kvalitet. Som en modifikation til den foreslåede regel kan det tænkes, at det var muligt at securitisere alle aktiver, men at halvdelen af en referenceportefølje som minimum skal bestå af aktiver med en kreditvurdering på AA eller derover.

Andre tiltag kan dog også forestilles etableret for at sikre en hensigtsmæssig kvalitet i aktivporteføljen. Således kan originator påkræves, at lånegebyret for etableringen af det oprindelige lån, skal modtages løbende over lånets løbetid. På denne måde vil det sikres, at originator etablere et solidt lån, således at man ikke mister sin gebyrindtægt i tilfælde af misligholdelse af lånet. Ulempen er dog, at beløbet øjensynligt ikke er stort nok til at kreere de rette incitamenter. En anden metode til at sikre de rette incitamenter er at anvende samme mekanismer, som man kender det fra særligt dækkede obligationer, SDO. SDO'erne fungerer således, at den finansielle institution beholder aktiverne på egen balance. De

pågældende aktiver bliver dog poolet på samme måde, som i et SPV, men hvor forskellen ligger i, at aktiverne samles i et såkaldt kapitalcenter. SDO'erne udstedes således alene med sikkerhed i dette kapitalcenter.¹¹¹ På denne måde vil incitamentet til at etablere solide lån være til stede, mens securitisationmekanismerne stadig anvendes. Omvendt bortfalder ét af de elementære rationaler ved securitisation: nemlig kreditrisikooverførsel.

6.2.2 Tiltag i relation til investor

Problemer i forbindelse med securitisationer opstår dog også i relation til informationsadgangen for investorerne. Høje kreditvurderinger af samtlige obligationer gjorde det vanskeligt for investorerne at adskille de gode referenceporteføljer fra de mindre gode. Problematikken kendes i økonomiske termer som adverse selection, og skal løses gennem bedre informationstilgængelighed.

En specifik løsning på problematikken er, at information omkring både hele strukturen og vedrørende den initiale referenceportefølje fremlægges. Det er dog ikke tilstrækkeligt, at informationen er tilgængelig; investor må også pålægges en forpligtelse til at anvende denne information. Såfremt det sidste ikke er tilfældet, vil investor øjensynligt blot fortsat anvende kreditvurderingsbureauernes vurdering af obligationerne. Selve risikovægtningen kan godt foretages ud fra de eksterne vurderinger, men en forpligtelse til egen due diligence vil muliggøre en mere optimal investeringsbeslutning fra investorerne, da de herved vil blive opmærksom på den egentlige risiko forbundet med investeringen. Basel III-reglerne åbner op for, at der skal stilles større krav i forbindelse med informationsdelingen gennem forpligtelser på dels investorsiden dels originatorsiden. Dette tiltag bydes særdeles velkommen. Mens investor forpligtes til at foretage løbende due diligence af sin eksponering, forpligtes originator til at formidle information om referenceporteføljen til markedsparticipanterne.

De overordnede linjer er ganske fornuftige. Et af rationalerne for investor for investering i securitisationer er, at investor opnår en fordelagtig risikodiversifikation. Forudsætningerne for, at investor opnår en optimal risikodiversifikation, er stor gennemsigtighed og informationstilgængelighed. Således må investor være helt klar over, hvad risikoen er for den pågældende investering. Er dette ikke tilfældet, vil investor påføre sig selv en markant højere risiko, end hans risikoprofil kan bære. Det blev i kapitel 5 diskuteret, at der var en usikkerhed omkring sammenhængen i de modificerede regler mellem originators forpligtelse til at levere information og investors forpligtelse til at foretage due diligence. Usikkerheden opstår, idet kravene, der stilles til originator, ikke er fuldt ud i overensstemmelse med kravene, der stilles til investor. Dette er problematisk, idet investor derved ikke kan foretage en optimal due diligence. Disse uoverensstemmelser

¹¹¹ Andersen og Tamasauskas i Andersen (2008, s. 188).

bør naturligvis rettes. Spørgsmålet er imidlertid, om en bedre information på markedet vil kunne hindre en fremtidig krise i securitisationaktiviteten.

Det kan således hævdes, at investorerne under krisen vel nok indledningsvist vidste, hvad de gik ind til; med andre ord at uigennemskueligheden blot var en undskyldning for de irrationelle investorer. Baggrunden for dette argument skal findes i den økonomiske situation på tiden. Således var renteniveauet¹¹² ganske lavt, boligpriserne¹¹³ ganske høje og volatiliteten¹¹⁴ var meget stabil. Disse forhold førte, som tidligere beskrevet, til, at investorerne blev fristet af at foretage investeringer i aktiver med høj risiko – muligvis også i aktiver med højere risiko end de respektive risikoprofiler kunne bære. Da boligpriserne var stabile på et højt niveau, var det derfor nærliggende at investere i subprimelånene. Det kan derfor hævdes, at investorerne udmærket var bekendt med risikoen for de pågældende investeringer. Bedre information på markederne vil ud fra dette synspunkt ikke løse potentielle fremtidige problemer. Argumentet kan bestrides ud fra det synspunkt, at de udstedte obligationer, som nævnt, fik den bedst mulige kreditvurdering af kreditvurderingsinstitutterne. Den høje kreditvurdering medførte en lav forrentning på obligationerne, idet de fremstod som ganske sikre investeringer. På denne baggrund er det ikke plausibelt at hævde, at investorerne bevidst investerede i securitisationer af subprimelånene for at opnå en høj kreditrisiko med dertilhørende høj forrentning. Hvorvidt investorerne initialt handlede med begrænset rationalitet eller udelukkende i uvidenhed er vanskeligt at konkludere. Fra et teoretisk perspektiv er det utænkeligt, at investorerne med fuld information ville handle begrænset rationelt. På den anden side er det besnærende at forestille sig, at de gunstige markeder medførte større risikovillighed blandt investorerne. Der er intet i de modificerede regler, der reducerer muligheden for begrænset rationel adfærd i forhold til før krisens indtræden.

6.3 Yderligere og mere effektive tiltag

På baggrund af analysen ovenfor, er det velbegrundet at argumentere for yderligere reguleringsmæssige suppleringer til de allerede foretagende modificeringer. Hvorvidt suppleringerne bør fokuseres i retning af originator eller investor - eller eventuelt begge steder - kan diskuteres. Der er dog formentlig ingen tvivl om, at originator bør pålægges stærke incitamenter til at etablere tilstrækkeligt sikre referenceportefølger og strukturer, mens investor bør gives optimale muligheder og incitamenter til at foretage tilstrækkelig due diligence af sine investeringer.

¹¹² Se bilag 1, figur E.

¹¹³ Se bilag 1, figur F.

¹¹⁴ Se bilag 1, figur A.

På investorsiden er det værd at overveje, hvorledes det sikres, at investorerne ikke besidder en større mængde risiko, end det profilen principielt kan bære. Den umiddelbare løsning er at sikre en mere korrekt kreditvurdering af de udstedte obligationer i securitisationkæden. Sammenholdt med kapitalkravene vil en mere korrekt kreditvurdering af eksponeringerne føre til bedre kontrol med investorernes risikoprofiler. Den foretagne ændring i risikovægtningen, hvor eksponeringer mod gensecuritisationer skal risikovægtes højere end eksponeringer mod securitisationer er, som diskuteret, ikke korrekt. I stedet bør der være mere fokus på de egentlige vurderinger af de udstedte MBS'ere og CDO'ere. Det bør sikres, at de kreditvurderes korrekt, således at eksponeringerne over for obligationerne også vægtes korrekt. Såfremt eksponeringerne vægtes i overensstemmelse med den egentlige kreditrisiko, vil man sikre en mere optimal risikoallokering – uagtet at investorerne måtte forsøge at handle irrationelt. Udfordringen herved er naturligvis, at det kan være vanskeligt at sondre mellem investorer med forskellige risikoprofiler. Denne er dog til at overse, idet de interne modeller for kreditvurderingerne sikrer en sådan sondring. Det skal bemærkes at tiltagene principielt alene vil have effekt, såfremt investor er underlagt Baselreglerne, hvilket åbenlyst ikke altid er tilfældet. Det er derfor essentielt at foretage yderligere modificeringer på originatorsiden.

På originatorsiden er der flere mulige tiltag. Mest nærliggende er det, at indføre strengere og mere specifikke krav til oplysningerne om strukturerne. Man kan således forestille sig, at der ved etablering af et securitisationarrangement skal pålægges originator at udforme et prospektlignende dokument, der udførligt beskriver de af referenceporteføljen omfattede aktiver nøje¹¹⁵. Det bør være et krav, at de enkelte aktivkategorier beskrives individuelt, således at både en enkeltstående og samlet vurdering af porteføljen kan foretages. Som et yderligere krav bør det fastsættes at de konkret specificerede oplysninger, dokumentet skal indeholde, skal udformes inden for et fastsat kvantitativt maksimum – eksempelvis maksimum 10 sider. På denne måde ville man sikre, at strukturerne, der er for komplicerede til at beskrive inden for maksimummet, ikke kan iværksættes. Principielt kunne man forestille sig regler i stil med MiFID-

¹¹⁵ Det skal noteres, at der i Kommissionens Forordning (EF) nr. 809/2004 af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EC for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering (med senere ændringer), bilag VII og VIII, er indført specifikke regler vedrørende oplysninger, der skal indføres i prospekter tilhørende værdipapirer med sikkerhed i aktiver. Kravene finder anvendelse på udsteder af værdipapirerne: altså SPV'et. Det foreslåede tiltag med securitisationdokumentet skal i stedet finde anvendelse på den oprindelige originator.

reglerne¹¹⁶, der regulerer investorbeskyttelse på de finansielle markeder – herunder information om værdipapirer. Reglerne er med til at sikre, at de finansielle institutioner rådgiver investorerne tilstrækkeligt og korrekt om deres potentielle investeringer. Principperne kunne med fordel anvendes i relation til regulering af et konkret securitisationdokument, hvor man herved opstiller konkrete krav til, hvornår der er givet tilstrækkelige oplysninger. Det er fundamentalt at sikre, at der udarbejdes et dokument for hver enkel securitisation. Endvidere skal dokumenter fra securitisationer i tidligere stadier indgå ved eventuelle gensecuritisationer.

I forlængelse af et krav om et securitisationdokument, er det essentielt at indføre signifikante sanktioner mod originator, såfremt reglerne ikke overholdes. Det er nærliggende at forestille sig, at der indføres et direkte erstatningsansvar mod originator for tab som følge af en ikke opfyldelse af reglerne. En sådan økonomisk sanktion skal være at signifikant størrelse. Denne konstruktion af reglerne vil indføre samme incitamenter, som en risk retention rule fundamentalt set opstiller. Forskellen er dog, at der grundlæggende ikke kan foretages en hedging af et potentielt erstatningsansvar. Resultatet er derfor, at originator vil stå overfor en potentielle økonomiske forpligtelse af signifikant størrelse, hvilket vil give incitament til at opfylde oplysningsforpligtelserne i securitisationdokumentet.

En yderligere fordel i relation til indførelsen af et securitisationdokument, der indeholder konkrete oplysninger om de enkelte referenceporteføljer, er, at kreditvurderingsbureauerne vil have bedre mulighed for at foretage en korrekt vurdering af den specifikke kreditrisiko i forhold til de enkelte udstedte obligationer. På denne måde sikres det, at investorernes risikoprofiler ikke overeksponeres.

¹¹⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF.

7. Konklusion

Securitisations er et struktureret finansielt produkt, der er anvendeligt, når finansielle institutter ønsker at reducere sin risikoeksponering. Endvidere er produktet et udmærket værktøj til kapitalfremskaffelse. Det er dog ganske evident, at securitisation samtidig er et voldsomt risikabelt finansielt instrument, som kan medføre betydelige konsekvenser, såfremt det ikke anvendes korrekt. Derfor er det indiskutabelt, at securitisation skal underlægges omfattende regulering for at undgå en inefficent anvendelse af produktet.

En traditionel securitisation kan kort beskrives som et salg af aktiver til et til formålet oprettet selskab. Selskabet finansierer købet gennem udstedelse af obligationer, hvori der stilles sikkerhed i de netop erhvervede aktiver. Således kan sælgeren af aktiver, originator, opnå en lavere risikoeksponering samtidig med, at der fremskaffes kapital gennem sikrede obligationer. Rationalet er med andre ord at allokere risikoen til investorer, der er villige til at påtage sig denne gennem investering i obligationer. I et optimalt scenario er der tale om en efficient risikoallokering. Kreditrisikoen bliver dermed overført fra den initiale aktivkreatør til risikovillige investorer gennem kapitalmarkederne.

De reguleringsmæssige mekanismer i forhold til securitisations er stadig på et udviklingsstadium. Således forelå den første konkrete regulering af securitisations så sent som i 2004, hvor Basel II blev præsenteret i færdig udgave. Arbejdet op til havde dog taget adskillige år. Basel II-reglerne gav i modsætning til forgængeren i Basel I de finansielle institutioner incitament til at securitisere aktivporteføljer af høj risiko. Det hang sammen med, at Basel II afløste one-size-fits-all-princippet i Basel I med et princip om en individuel vurdering af hver enkel eksponering. På trods af at man samtidig indførte et separat kapitel vedrørende securitisations i reglerne, gav det alligevel institutterne stort incitament til at anvende securitisations i relation til aktiver med høj risiko. Herved ville man reducere sit eget kapitalkrav. Denne proces er på sin vis ikke alarmerende. Tværtimod er der tale om et ganske fornuftigt incitament, idet man jo netop opnår en optimal risikoallokering gennem securitisations. Således ville aktiver med høj krediteksponering gennem en securitisation blive overført til investorer, der var villige til at bære denne risiko givet den enkeltes risikoprofil.

Indføringen af separate kapitalkravsregler for securitisations gjorde, at der ud fra reglernes udformning blev skabt incitament til at videreudvikle den traditionelle securitisationsstruktur. De nyindførte kapitalkravsregler sondrede mellem forskellige trancher i relation til obligationsudstedelsen fra SPV'et. Mere konkret indebar sondringen, at eksponeringer mod henholdsvis seniortrancher og juniortrancher

skulle vægtes forskelligt; juniortrancher medførte et højere kapitalkrav end seniortrancher. Denne retsstilling er for så vidt ikke tankevækkende; det er trods alt juniortrancher der grundet water fall strukturen er kraftigst eksponeret over for de underliggende securitisationaktiver. Hvad der er tankevækkende er, at reglernes udformning gjorde det muligt at omgå risikovægtningerne. Således kunne aktørerne gennem gensecuritisationer af de oprindeligt udstedte obligationer ompakke disse, så at juniortrancherne blev vurderet som seniortrancher. Denne proces gjorde det vanskeligt for investoren at vurdere den risiko, han i virkeligheden var eksponeret overfor. Sammenholdt hermed er det værd at bemærke, at oplysningsforpligtelserne i relation til indholdet af de securitiserede aktiver var ikke eksisterende. Konsekvensen var, at investorerne overlod risikovurderingen til kreditvurderingsinstitutter.

Hele formålet med regulering af finansielle virksomheder er at reducere og i den optimale situation helt eliminere risikoen for sammenbrud i disse institutioner. Rationalet er, at man ønsker at undgå de mærkbare tab, sådanne sammenbrud vil påføre blandt andre investorerne.¹¹⁷ Dette formål viste sig ikke at være opfyldt i relation til reguleringen af securitisationer. Udviklingen i reguleringen sammenholdt med fordelagtige økonomiske forhold gjorde securitisationkonstruktioner voldsomt attraktive. Inden Basel II-reglerne fremkom i endelig form var securitisationer, som nævnt, ikke direkte reguleret. De gunstige økonomiske forhold i begyndelsen af 2000'erne sammenholdt med tilstedeværelsen af risikovillige investorer gjorde det muligt at oprette aktiver, herunder navnlig subprimelån, af ganske høj risiko og videreformidle disse gennem securitisationer. Basel II-reglernes fremkomst i 2004 og modificering i 2006 gjorde ikke incitamentet til etablering af strukturerne mindre. Tværtimod havde originator nu større incitament til at etablere højrisikolån og overdrage den tilhørende kreditrisiko. Problemet var dog, at reglerne, som omtalt medførte omend mere komplicerede strukturer til ulempe for investorerne og økonomien som helhed. Således blev investorerne principielt afskåret muligheden for at foretage en efficient vurdering af risikoprofilen af investeringen.

Udviklingen i securitisationaktiviteten steg drastisk frem mod 2007. Specielt securitisationer med boliglån, navnlig subprimelån, som referenceportefølje var udbredt. Det betød også, at et fald i huspriserne fik drastiske følger. Det er fremført, at to principielle årsager øjensynligt har været stærkt medvirkende til nedsmeltningen. For det første er det sandsynligt, at investorerne handlede ganske irrationelt i begyndelsen af 2000'erne grundet de økonomiske forhold. For det andet havde investorerne grundet de komplicerede strukturer og mangel på kompetence fra kreditvurderingsbureauerne komplet fejlestimeret risikoen af investeringerne. Således fremstod de konkrete porteføljer som værende af bedste kvalitet, hvorfor investorerne naturligt nok havde diversificeret sin risikoprofil ud fra disse oplysninger. Da

¹¹⁷ Østrup (2008, s. 16).

oplysningerne viste sig at være signifikant anderledes, stod risikoprofilen ikke mål med den virkelige eksponering. Konsekvenserne af disse handlinger var voldsomme tab. Tabene gjorde naturligvis, at efterspørgslen på de pågældende obligationer faldt markant. Det medførte, at originatorerne ikke blev tilført kapital til at kreere nye aktiver, hvorfor udbuddet også faldt. Effekten var en fuldstændig nedsmeltning i MBO'erne og CDO'erne med risikobetonede boliglån som referenceporteføljer.

Den drastiske og voldsomt negative nedsmeltning fik konsekvens for de daværende reguleringsmekanismer. Således har både Basel Komiteen, EU og de amerikanske myndigheder reageret kraftigt i kølvandet på krisen. Baselreglernes stramninger går primært i retning af regulering af gensecuritisationer. Således skal disse konstruktioner nu vurderes særskilt i forhold til traditionelle securitisationer. Dette er et ganske naturligt skridt, idet det primært var gensecurisationskonstruktioner, der var årsag til de uinformede investorer. Modificeringerne lægger stor vægt på, at gensecuritisationer skal risikovægtes. Dette er der for så vidt ikke noget nyt i; det nye element ligger i, at gensecuritisationer nu har fået særskilte risikovægtninger som er højere end risikovægtningerne for securitisationer. Denne modificering er kritisabel. Det bør således være mindre risikobetonet at investere i gensecuritisationer end i originale securitisationer. Derudover er det bemærkelsesværdigt, at muligheden for at omgås risikovægtningen i forhold til henholdsvis senior- og juniortrancher ikke er elimineret. Således eksisterer dette incitament beklageligvis stadig.

EU og de amerikanske myndigheder har ud over tiltagene fra Basel Komiteen indført en såkaldt risk retention rule. Reglen, der indfører et tilbageholdelseskra, medfører, at originator bliver pålagt at opretholde en økonomisk interesse i referenceporteføljen. Dette element er ganske fornuftigt. Således vil originator få et incitament til initialt at etablere aktiver med en vis kvalitet. Reglens effekt vil dog givetvis være begrænset. Problemet er, at der i reglerne ikke er indført et krav om, at originator ikke må hedge sig mod denne økonomiske risiko. Således har originator stadig mulighed for gennem eksempelvis credit default swaps at eliminere den risiko, han måtte have i porteføljen. Konsekvensen bliver, at reglen blot påfører unødvendige transaktionsomkostninger til ulempe for økonomien som helhed.

Vurderingen er, at de foretagne modificeringer af reguleringen ikke er tilstrækkelige til at styre securitisationaktiviteten. I stedet foreslås en række yderligere tiltag. Det foreslås således, at oplysningsforpligtelserne skærpes markant. Det er nødvendigt, at der indføres et krav om, at originator udvikler et prospektlignende securitisationdokument, der indeholder væsentlige oplysninger om aktiverne i referenceporteføljen. Kravene kunne med fordel opbygges med inspiration fra MiFID-reglerne. En ukorrekt eller manglende opfyldelse af et sådan krav skal være potentielt erstatningsansvarspådragende. Derudover er der behov for, at kreditvurderingsbureauernes vurdering af de udstedte obligationer gøres mere

retvisende. En retvisende kreditvurdering er fundamental i forsøget på at kontrollere de enkelte investorers eksponering over for securitisationserne. Udviklingen af securitisationdokumentet ville givetvis medvirke til en mere retvisende vurdering af de enkelte obligationsudstedelser.

Ud fra en grundig analyse og vurdering af henholdsvis reguleringen og udviklingen i securitisationser må det konkluderes, at de reguleringsmæssige mekanismer påvirker aktiviteten i securitisationser mærkbart. Således har afhandlingen illustreret, at reguleringen (eller mangel på samme) før og under krisen i 2007 medvirkede signifikant til at antallet af securitisationser steg drastisk. Endvidere medførte reguleringen, at de forkerte incitamenter var til stede i markedet, hvilket fik katastrofale konsekvenser i form af nedsmeltningen i securitisationser i 2007. Da reguleringen netop påvirker aktiviteten signifikant, er det essentielt, at reguleringen etablerer de rette incitamenter. Man har forsøgt at rette op på fejlene ved at modificere reguleringen. Studiet har dog vist, at de foretagne modificeringer er af ganske tvivlsom effekt. Af samme grund foreslås det, at der udarbejdes yderligere stramninger af reguleringen af securitisation.

Litteraturliste

Bøger

Acharya, Viral V og Richardson, Matthew. 2009. *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*. New York: John Wileys & Sons Ltd.

Andersen, Lennart Lynge. 2008. *Videregående Kreditret*. København: Thomson Reuters.

Andersen, Lennart Lynge. 2008. *Rating af Finansielle virksomheder*. København: Thomson Reuters.

Bailey, Roy E. 2005. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.

Barth, James R. 2009. *The Rise and Fall of the U.S. Mortgage and Credit Markets - A Comprehensive Analysis of the Market Meltdown*. New Jersey: John Wiley & Sons Ltd.

Bonsall, David C. 1990. *Securitisation*. London: Butterworths.

Chorafas, Dimitris og Steinman, Heinrich. 1994. *Off-Balance Sheet Financial Instruments, maximizing profitability and managing risk in financial services*. Chicago: Probus Publishing Company.

Choudhry, Moorad. 2004. *Structured Credit Products - Credit Derivatives and Synthetic Securitisation*. Singapore. John Wiley & Sons Ltd.

Dahl, Børge; Møgelvang-Hansen, Peter og Riis, Thomas. 2006. *Erhvervsjura – i et markedsøkonomisk perspektiv*. København: Handelshøjskolens Forlag. 9. udgave.

Davidson, Andrew. 2003. *Securitisation, Structuring and Investment Analysis*. New York: John Wiley and Sons Ltd.

Davidson, Andrew S og Herskovitz, Michael D. 1993. *Mortgage-Backed Securities: Investment Analysis & Advanced Valuation Techniques*. Chicago: Probus Publishing Company.

Dewatripont, Mathias, Freixas, Xavier og Portes, Richard. 2009. *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*. London: Center for Economic Policy Research.

Fabozzi, Frank J og Modigliani, Franco. 1992. *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*. Harvard: Harvard Business School Press.

Job de Vries Robbé, Jan. 2008. *Securitisations Law and Practice – In the Face of the Credit Crunch*. Holland: Kluwer Law International. 8. udgave.

Kothari, Vinod. 2006. *Securitization: the financial instrument of the future*. London: Wiley Finance. 3. udgave.

Lancaster, Brian P og Schultz, Glenn M og Fabozzi, Frank J. 2008. *Structured Products and Related Credit Derivatives: A Comprehensive Guide for Investors*. New York: John Wiley & Sons Ltd.

Milgrom, Paul og Roberts, John. 1992. *Economics, Organization & Management*. New Jersey: Prentice- Hall, Inc.

Nielsen, Ruth og Tvarnø, Christina. 2011. *Retskilder og Retsteorier*. København: DJØF Forlag. 3. udgave.

Norton, Joseph J; Dupler Mitchell S og Spellman, Paul R. 1995. *International Asset Securitisation*. London: Lloyds of London.

Rosenthal, James A og Ocampo, Juan M. 1988. *Securitization of Credit*. New York: John Wileys & Sons Ltd.

Tennekoon, Ravi. 1991. *The Law and Regulation of International Finance*. England: Tottel Publishing Ltd.

Wood, Philip R. 2007. *Project Finance, Securitisations, Subordinated Debt*. UK: Sweet & Maxwell Ltd. 2. udgave.

Østrup, Finn. 2008. *Finansielle Kriser*. København: Thomson Reuters.

Østrup, Finn. 2010. *Det Finansielle System*. København: Thomson Reuters.

Artikler

Arora, Anu. 2010. The global financial crisis: a new regulatory order?. *Journal of Business Law*. Volume 8: side 670-699.

Babic, Borka og Rasmussen, Anne-Sofie Reng. 2010. Reguleringsinitiativer på det finansielle område. *Nationalbanken: Kvartalsoversigt 1. kvartal 2010*. Side 75-90.

Baun, Henrik; Wagner, Louise og Gyntelberg, Jacob. 2000. Amerikansk realkredit – nye produkter og muligheder. *Finans/Invest*. Nummer 8: side 22-27.

- Blundell-Wignall, Adrian og Atkinson, Paul. 2008. The sub-prime crisis: Causal distortions and regulatory reform. I: *Lessons From the Financial Turmoil of 2007 and 2008*, Reserve Bank of Australia.
- Buiter, Willem. 2007. Lessons from the 2007 financial crisis. Submitted to the UK Treasury Select Committee.
- Cannata, Francesco og Quagliariello, Mario. 2009. The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?. *CAREFIN – Centre for Applied Research in Finance*.
- Ciro, Tony og Longo, Michael. 2009. The global financial crisis: causes and implications for future regulation: Part 1. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Volume 24 (nummer 12): side 599-605.
- Ciro, Tony og Longo, Michael. 2010. The global financial crisis: causes and implications for future regulation: Part 2. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Volume 25 (nummer 1): side 9-18.
- Coskun, Deniz. 2010. Credit-rating agencies in the Basel II framework: why the standardized approach is inadequate for regulatory capital purposes. *Journal of Banking Law and Regulation*. Volume 25 (nummer 4): side 157-169.
- Crotty, James. 2008. Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the “new financial architecture”. *University of Massachusetts – Economic Department Working Paper 2008-14*.
- Dasgupta, Parikshit. 2003. Securitization: crossing borders and heading towards globalization. *Suffolk Transnational Law Review*. 2003-2004: side 243-270.
- DeMarzo, Peter M. 2005. The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation. *The Review of Financial Studies*. Volume 18 (nummer 1): side 1-35.
- Falconer, Ian; Mackenzie, Marcus; Axford, Stuart; Barratt, Chris og Stainthorpe, Nick. 2011. Bank of the future: regulatory reforms mark a turning point for the European structured finance market. *Freshfields Bruckhaus Deringer – Structures Finance Update*. January 2011.
- Fender, Ingo og Mitchell, Janet. 2009. The future of securitisation: how to align incentives?. *BIS Quarterly Review*. September 2009.
- Giammattei, Amadeo; Iannotta, Giuliano; Invernizzi, Davide; Resti, Andrea og Strizzi, Marco Massimo. 2010. Bank Capital under Basel 3: Open Issues and foreseeable Effects. *CAREFIN – Centre for Applied Research in Finance*.

Iacobucci, Edward M. og Winter, Ralph A. 2005. Asset securitization and asymmetric information. *Journal of Legal Studies*. Volume 34: side 161-206.

Ingram, Kevin. A better schematic for regulating securitisation in Europe. *Clifford Chance LLP*. Juni 2011.

Jobst, Andreas. 2005. The regulatory treatment of asset securitisation: The Basel Securitisation Framework explained. *Journal of Financial Regulation and Compliance*. Volume 13 (nummer 1): side 15-42.

Juul, Henrik. 2008. Subprimekrisen – baggrund, stade og perspektiv. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*. Volume 3: side 185-202.

Kaufman, Henry. 1998. New financial world: policy shortcomings and remedies. *I: Conference Series*. Juni 1998: side 359-370.

Lagarde, Christine. 2007. Securitisation must lose the excesses of youth. *Financial Times*. 8. Oktober 2007.

Lastra, Rosa M. og Wood Geoffrey. 2011. Responses to the financial crisis. *Journal of International Bank Law and Regulation*. Volume 26 (nummer 7): side 307-310.

Linklaters. 2010. Summary of Securitisation proposals contained in CRD 2 and CRD 3. *Linklaters Publications*. February 2010.

Mandel, Michael J. 2001. The Coming Internet Depression. *Financial Times Prentice Hall*.

McVea, Harry. 2010. Credit rating agencies, the subprime mortgage debacle and global governance: the EU strikes back. *International & Comparative Law Quarterly*. Volume 59 (nummer 3): side 701-730.

Mohanty, Praveen. 2005. Economics of securitisation and risk transfer. *Economic and Political Weekly*. Volume 40 (nummer 25): side 2473-2475.

Morgan, Horatio M. 2011. Credit rating agencies and regulatory reform: the case of Moody's Investors Services. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Volume 26 (nummer 8): side 389-397.

Muñoz, David Ramos. 2010. In praise of small things: securitisation and governance structure. *Capital Markets Law Journal*. Volume 5 (nummer 4): side 363-418.

Ng, Leonard. 2010. Changes to Basel II and the EUcapital requirements Directive: implications for securitisation. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Volume 25 (nummer 6): side 265-274.

- Nijskens, Rob og Wagner, Wolf. 2011. Credit risk transfer activities and systemic risk: how banks became less risky individually but posed greater risks to the financial system at the same time. *Journal of Banking & Finance*. Volume 35: side 1391-1398.
- Nwogugu, Michael. 2008. Illegality of securitisation: bankruptcy issues and theories of securitisation. *Journal of International Banking Law and Regulation*. Volume 23 (nummer 7): side 363-377.
- Orta, Paul. 2011. Project finance securitisations: market shift or market anomaly?. *International Business Law Journal*. Volume 2: side 167-175.
- Perry, James; Whiteley, Christopher; Barwick, Glynn; Wright, Simon og Small, Richard. 2009. Regulatory responses to the credit crisis: key developments. *Compliance Officer Bulletin*. Volume 68 (juli/august): side 1-42.
- Schwartz, Anna J. 2009. Origins of the financial market crisis 2008. *Cato Journal*. Volume 29 (nummer 1): side 19-23.
- Seitz, Neil; Gilsinan, James; Fisher, James; Harshman, Ellen; Islam, Muhammed; Yeager, Fred og Millar, James. 2010. The U.S. subprime mortgage crisis: what have we learned?. *Company Lawyer*. Volume 31 (nummer 11): side 355-361.
- Shenker, Joseph C. og Colletta, Anthony J. 1991. Asset securitisation: evolution, current issues and new frontiers. *Texas Law Review*. Volume 69: side 1369-1429.
- Shin, Hyan Song. 2009. Securitisation and financial stability. *The Economic Journal*. Volume 119; side 309-332.
- Tamasauskas, Andreas og Toftgaard, Kim. 2008. Danish securitisation and structured finance: from traditional mortgage bonds to EU regulated covered bonds. *I: Global Securitisation and Structured Finance 2008*. Side 182-186.
- Thieffry, George. 2011. The impact on Basel III on commodity trade finance: legal and regulatory aspects. *Journal of International Bank Law and Regulation*. Volume 26 (nummer 9): side 455-460.
- Yeoh, Peter. 2010. The challenges and implications of systemic risks for financial regulation. *Company Lawyer*. Volume 31 (nummer 12): side 389-397.

Regulering

Basel Committee on Banking Supervision. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework*. Comprehensive Version. Juni 2006. (**Basel II**).

Basel Committee on Banking Supervision. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Juli 1988. (**Basel I**).

Basel Committee on Banking Supervision. *A new capital adequacy framework*. Consultative Document. Juni 1999.

Basel Committee on Banking Supervision. *Working Paper on the Treatment of Asset Securitisation*. Oktober 2001.

Basel Committee on Banking Supervision. *Second Working Paper on Securitisation*. Consultative Document. Oktober 2002.

Basel Committee on Banking Supervision. *The New Basel Capital Accord*. Consultative Document. April 2003.

Basel Committee on Banking Supervision. *Changes to the securitisation framework*. Januar 2004.

Basel Committee on Banking Supervision. *Proposed enhancements to the Basel II framework*. Consultive Document. April 2009.

Basel Committee on Banking Supervision. *Enhancements to the Basel II framework*. Juli 2009.

Basel Committee on Banking Supervision. *Strengthening the resilience of the banking sector*. Consultive Document. April 2010.

Basel Committee on Banking Supervision. *The Basel Committee's response to the financial crisis: report to G20*. Oktober 2010.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut, EUT L177 af 30.6.2006, s. 1-200.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/49/EF af 14. juni 2006 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag, EUT L177 af 30.6.2006, s. 201-255.

Europa-Parlamentets og Rådets DIREKTIV 2009/111/EF af 16. september 2009 om ændring af direktiv 2006/48/EF, 2006/49/EF og 2007/64/EF for så vidt angår banker tilsluttet centralorganer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring, EUT L302 af 17.11.2009, s. 97-119.

Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2010/76/EU af 24. November 2010 om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og -gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker, EUT L329 af 14.12.2010, s. 3-35.

Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111-203, H.R. 4173).

Kommissionens Forordning (EF) nr. 809/2004 af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EC for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration af oplysninger ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering (med senere ændringer).

Andet litteratur

Bank of International Settlements. 2008. *78th Annual Report*.

Bank of International Settlements. 2009. *79th Annual Report*.

Basel Committee on Banking Supervision. *Report on asset securitisation incentives*. Juli 2011.

Basel Committee on Banking Supervision. *Credit risk transfer – Developments from 2005-2007*. Juli 2008.

IMF. 2009. *Handbook in Securities Statistics – Part 1: Debt Securities Issues*.

Avisartikel: *Joining Europe's mainstream* in Financial Times; 29. november 2004.

OICV-IOSCO. *Report on the Subprime Crisis*. Final report. Maj 2008.

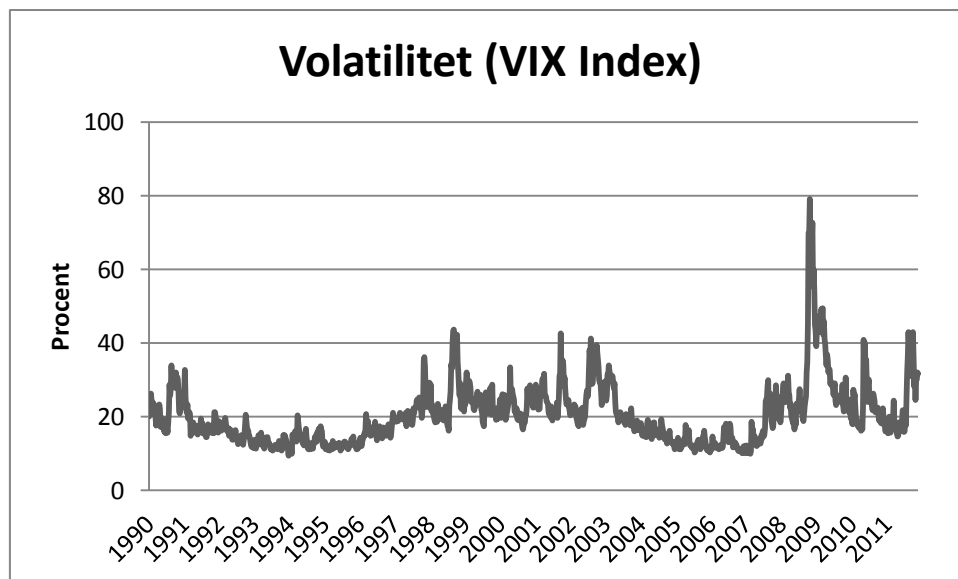
Pressemeddelelse fra Europa-Kommissionen. Bruxelles, den 20. juli 2011. IP/11/915.

Pressemeddelelse. Bruxelles, den 19. juni 2006. IP/06/797.

Press release 20 November 2008; *Comprehensive strategy to address the lessons of the banking crisis announced by the Basel Committee*. Kan findes her: <http://www.bis.org/press/p081120.htm>.

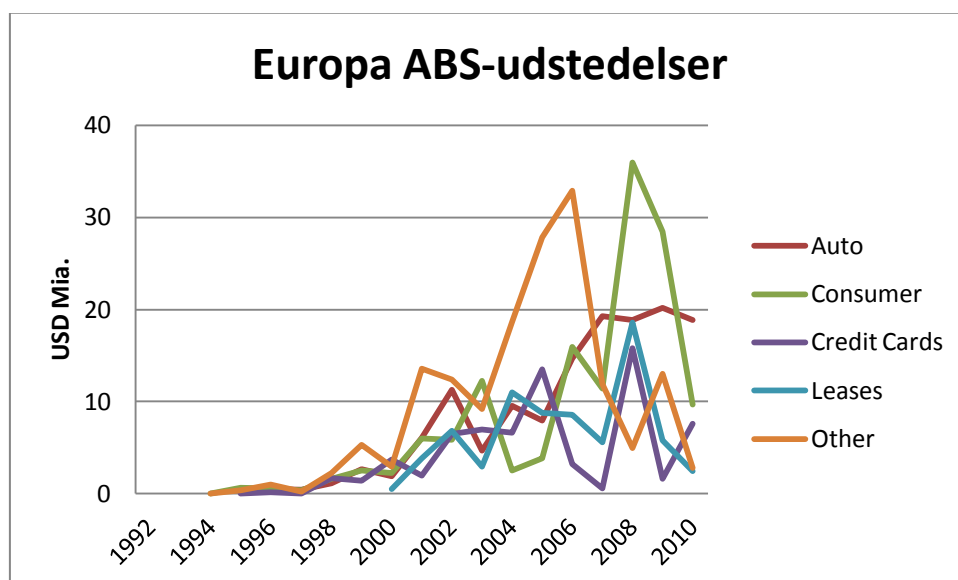
Bilag 1

Figur A: Volatilitet



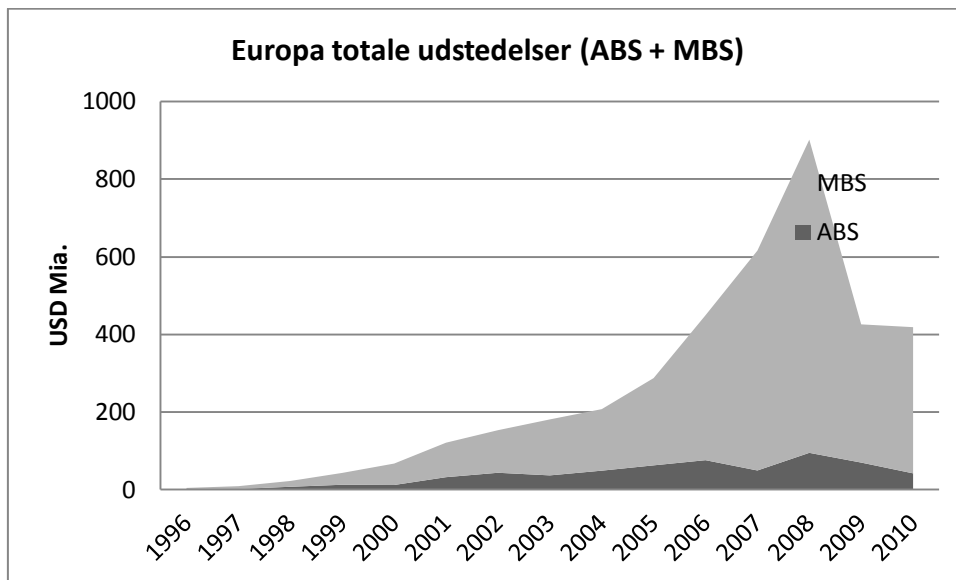
(Kilde: Bloomberg)

Figur B: ABS-udstedelser i Europa



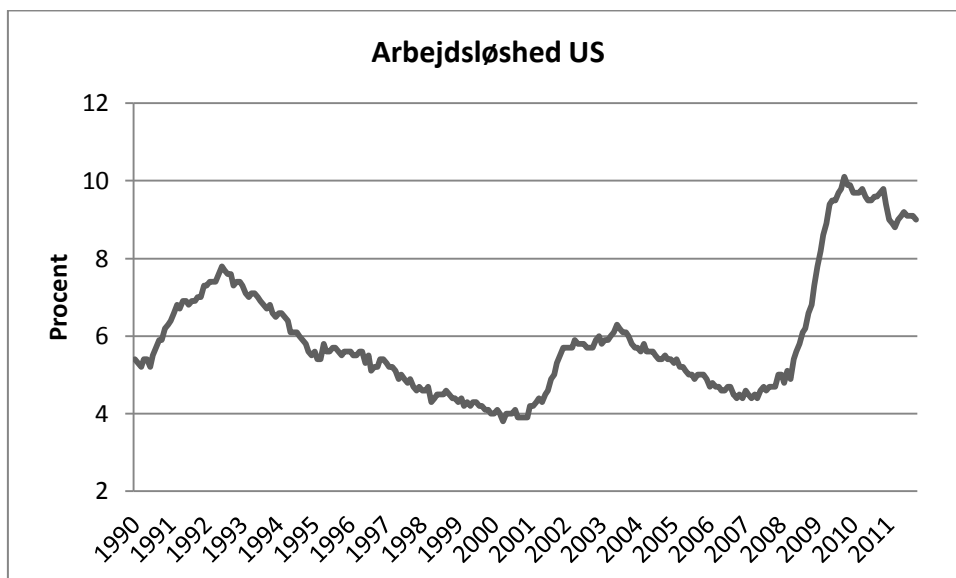
(Kilde: SIFMA)

Figur C: Totale ABS- og MBS-udstedelser i Europa



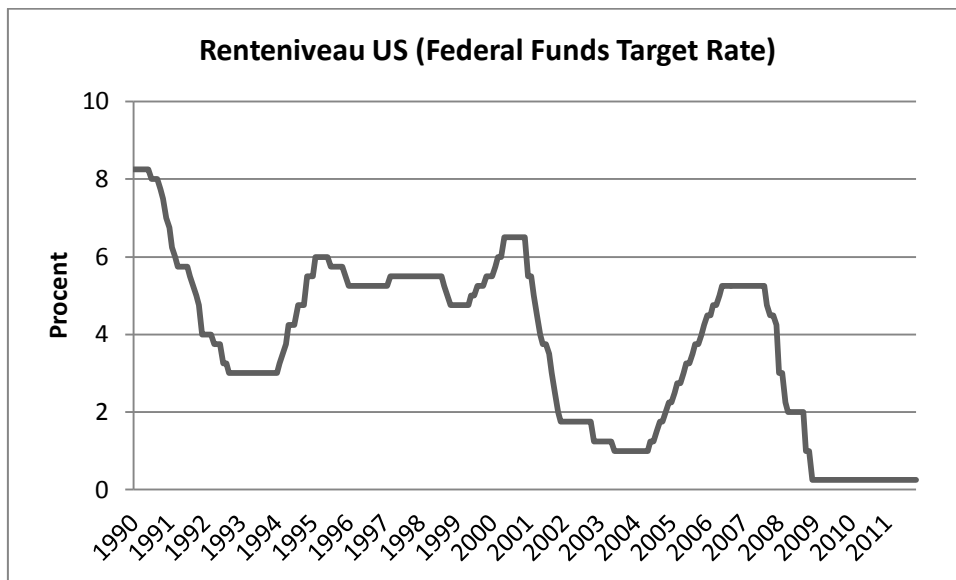
(Kilde: SIFMA)

Figur D: Arbejdsløshedsudvikling i USA



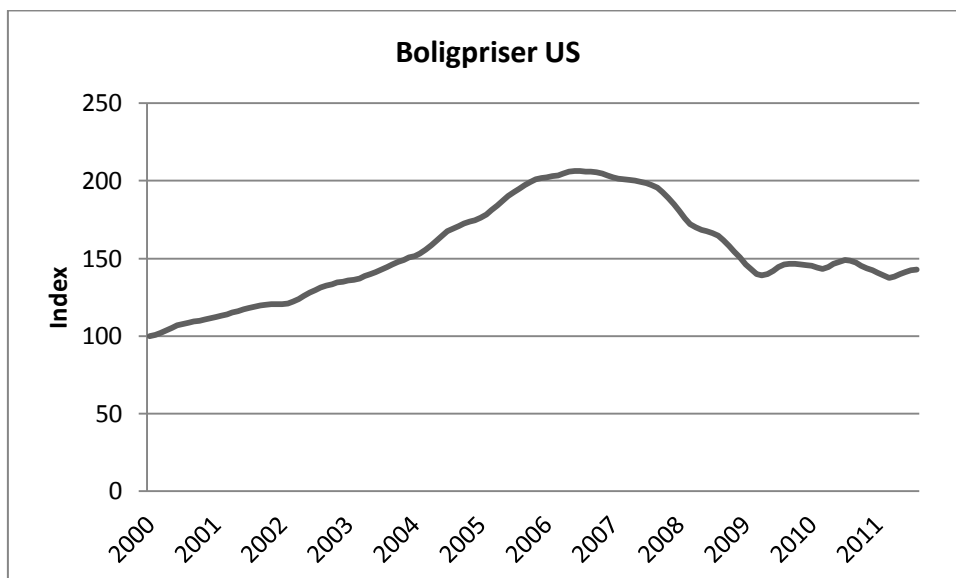
(Kilde: Bloomberg)

Figur E – Renteudvikling i USA



(Kilde: Bloomberg)

Figur F – Boligpriser i USA



(Kilde: Bloomberg)