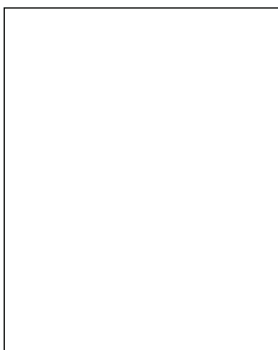


# Värdepapperiseringen och försäkringsbolagen i USA

av ekon.kand, finansdirektör Jorma Petäjistö, Kansakoncernen, Helsingfors



Vad är Ginnie Mae, Fannie Mae och Freddie Mac? Vad är skillnaden mellan PAC-, TAC-bonds och Z-bonds?

Alla har någonting med värdepapperisering av lån att göra. Marknaden för detta slags verksamhet är speciellt stor i USA, där beloppet av värdepapperiserade bostadsinteckningslån överstiger 1 000 miljarder dollar.

Försäkringsbolagen spelar en framträdande roll på denna marknad.

Jorma Petäjistö

## 1. Värdepapperisering av lån

Med värdepapperisering av lån avses här en transaktion där den ursprungliga långgivaren säljer sin lånefordran till en tredje part, som sammanför en grupp fordringar till en pool och emitterar värdepapper med fordringarna som säkerhet. Emittenten svarar inte för poolens förbindelser, om han inte särskilt förpliktat sig att göra det. Lånen förvaltas i regel fortfarande av den bank som beviljat lånen, om man inte av någon orsak velat byta förvaltare (servicer).

Många olika typer av fordringar kan bli värdepapper. Här behandlas endast bostadsinteckningslån, som är de vanligast förekommande på marknaden. Ett bostadsinteckningslån är ett lån som tagits för bostadsköp och vars säkerhet utgörs av inteckning i bostadsfastigheten. Som sådana är bostadsinteckningslånen icke-standardiserade och illikvida och lämpar sig endast för placerare som ämnar behålla dem. Paketerade och strukturerade till värdepapper är de standardiserade och likvida placeringsobjekt.

Värdepapperiseringen av bostadsinteck-

ningslån har börjat och även utvecklats längst i USA. Beloppet värdepapperiserade bostadsinteckningslån uppgick i mars 1991 till 1 139 miljarder dollar eller 37 procent av den dåvarande totala länestocken. År 1985 var motsvarande siffror 420 miljarder dollar och 25 procent. Merparten av de inteckningslån som beviljats för bostadsköp omfattas alltså ännu inte av värdepapperisering, även om andelen ökat från 1985.

## 2. Primärmarknaden

Bostadsinteckningslån skaffas för köp av bostäder: hus i form av separata fastigheter, andelslägenheter (condominium), kooperativa bostäder eller s.k. mobila bostäder (mobile homes). Fastigheten eller lägenheter behöver inte nödvändigtvis vara låntagarens egentliga bostad utan kan också vara fritidsbostad.

Bostadsstatistiken upptar objekt för 1-4 familjer (single family) och objekt för flera familjer (multifamily). Bostadsinteckningslån beviljas i huvudsak av savings and loans-sammanslutningar och av andra motsvarande lokala kre-

ditinstitut (thrifts), affärsbanker och hypoteksbanker. I låneansökan krävs detaljerade uppgifter om låntagaren och objektet. Framför allt fästs vikt vid låntagarens betalningsförmåga och ekonomiska ställning. Låntagarens övriga lån och förbindelser beaktas vid bedömningen av kreditförmågan och låntagarens inkomster ställs i relation till de förpliktelser som lånen medför med hjälp av det s.k. PTI-talet (payment-to-income ratio). En stor nettoförmögenhet är en positiv faktor vid ansökan om lån. Särskilt viktigt är förhållandet mellan lånebeloppet och objektets värde, det s.k. LTV-talet (loan-to-value). Detta har visat sig vara den viktigaste förklaringsfaktorn i fall av bristande betalningsförmåga. Långgivaren kräver i regel en självfinansierad andel (downpayment) på minst 20 procent. Andelen är mindre, om det finns tilläggsäkerhet i form av garanti från t.ex. Veteranadministrationen, dvs. VA (Veterans Administration), den federala bostadsadministrationen, dvs. FHA (Federal Housing Administration) eller ett kommersiellt försäkringsbolag.

Inteckningslånet löptid varierar mellan 12 och 40 år bl.a. beroende på det belånade objektet. Normalt amorteras lånet, och amorteringen och räntan betalas i lika stora månatliga poster. Traditionellt är lånetiden 30 år. Låntagaren har i regel rätt att göra extra amorteringar på lånet (prepayment) eller att betala tillbaka hela lånet när som helst utan extra kostnader. Om låntagaren byter bostad skall det gamla lånet vanligen återbetalas. När räntenivån sjunker betalar låntagarna ofta tillbaka lån med fast ränta också enbart för att få lägre ränta. Eftersom konverteringen medför kostnader, lönar operationen sig inte vid en liten räntedifferens. Låntagarens återbetalningsmöjlighet, som är ett slags ensidig option, är en ytterst viktig faktor på värdepappersmarknaden. Räntan är ofta fast och bestäms enligt den räntenivå som råder då lånet tas. Lån med rörlig ränta är också vanliga. Mot ränteförändringar kan man gardera sig på många olika sätt.

Veteranadministrationens garanti kan beviljas personer som är eller har varit i amerikanska arméns tjänst. En sådan garanti kan ge möjlighet att få banklån på upp till 100 procent och fördelaktigare lånevillkor än normalt. Federala bostadsadministrationens garanti beviljas av sociala och bostadspolitiska skäl och kan i princip sökas av vem som helst. Garantin innebär att långgivaren beviljar lån på fördelaktiga villkor och med en mindre självfinansierad andel än normalt. Också de kommersiella försäkringsbolagen beviljar låntagare garantier och försäkringar.

Den totala lånestocken i USA uppgick i mars 1991 till 12 056 miljarder dollar, varav inteckningslånen stod för 3 883 miljarder dollar eller 32 procent. Inteckningslån hade beviljats för följande objekt:

1-4 familjers bostadshus	2 740	71 %
flerfamiljshus	304	8 %
kommersiella objekt	756	19 %
lantbruk	84	2 %
totalt	3 884	100 %

Största delen av lånen, dvs. 79 %, hade således beviljats för bostäder. Lånen för 1-4 familjers bostadshus hade beviljats av följande typer av finansinstitut:

hypoteksbanker	986	36 %
affärsbanker	904	33 %
S & L osv. (thrifts)	822	30 %
övriga	28	1 %
totalt	2 740	100 %

### 3. Andrahandsmarknaden

Lånen kan värdepapperiseras av långgivaren själv eller säljas för att värdepapperiseras av andra. Lånen köps av sekundära långgivare (conduits) som bildar pooler, vilka säljs till placerarna i form av värdepapper. Köpare är dels bolag med federal kreditstatus (agencies), dels ”privata” bolag. Agencystatus har GNMA (Government Mortgage Association) eller Ginnie Mae, FNMA (Federal National Mortgage

Association) eller Fannie Mae och FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation) eller Freddie Mac. Av de ”privata” bolagen kan nämnas Citimae Inc., som är ett dotterbolag till Citicorp, och Residential Funding Corporation, ett av Salomon Brothers dotterbolag.

Ginnie Mae köper endast nya lån som garanterats av VA eller FHA, medan Fannie Mae och Freddie Mac köper lån av alla åldrar förutsatt att de uppfyller vissa kriterier (conforming loans). De beviljar också garantier för andra institutioners pooler. De viktigaste kriterierna är maximigränserna för PTI, LTV och lånebeloppet. De ”privata” bolagen köper lån av olika typer till sina pooler.

En pool sammanställs i regel av lån med liknande villkor. För riskutjämnings skull tas lånen dock från olika områden. Poolernas storlek kan variera mellan små pooler och stora megapooler. För varje pool beräknas den genomsnittliga återbetalningstiden och beloppet extra amorteringar uppskattas. Detta anges som ett s.k. PSA-tal, varvid 100 % anger en viss statistiskt definierad basmodell.

Datatekniken möjliggör en mångsidig produktutveckling, och placerarnas behov kan i hög grad beaktas. Mest används s.k. pass-through securities, CMO (collateralized mortgage obligation) och mortgage-backed bonds. I samband med och vid sidan av dessa finns det en uppsjö andra värdepapper. De kan allt enligt önskemål vara förknippade med hög risk, användas till att säkra placeringsportföljen eller lämna sig för någon mycket speciell maturitet.

Pass-through security har fått sitt namn av att pengarna strömmar till placeraren genom poolen. Placeraren ”äger” en viss del av poolen och får den del av det månatliga nettokassaflödet från gäldenären som motsvarar ägarandelen. På grund av eventuella extra amorteringar kan kassaflödet inte på förhand fastställas exakt. Pass-through security är det vanligaste inteckningslånrelaterade värdepape-

ret.

CMO förekommer i regel i form av flera olika värdepapper, en klass, som emitteras mot samma pool. Idén är att man försöker säkerställa det preliminära amorteringsprogrammet för vissa värdepapper i poolen genom att tillåta flexibilitet vid återbetalningen av andra värdepapper, s.k. stödklasser, och låta dem absorbera förändringarna i kassaflödet. På det sättet kan man intressera även placerare som kräver att amorteringsprogrammet skall vara känt på förhand.

Värdepapper som skall garderas kallas PAC- eller TAC-bonds. Om beloppet extra amorteringar avviker från gränserna för de preliminära beräkningarna, kan emellertid också deras amorteringsprogram förändras. Ränta betalas för alla klasser enligt de ursprungliga villkoren, men det förekommer också s.k. Z-bonds, som får samtliga betalningar allra sist.

Mortgage-backed bond är en skuldförbindelse där en del av inteckningslånepoolen pantsatts som säkerhet. Emittenten äger fortfarande inteckningslånefordringarna. Värdepapperets kassaflöde är känt på förhand, eftersom det inte är direkt kopplat till gäldenärens betalningar. Räntebetalningen kan ske enligt placerarnas behov och inte nödvändigtvis månatligen.

Att gäldenären har möjlighet att betala tillbaka lånet när som helst ökar risken för placeraren. Gäldenärerna konverterar sina högräntelån till lån med lägre ränta när räntenivån sjunker. För placeraren innebär detta att han får högavkastande placeringar tillbaka i förtid utan att kunna göra motsvarande nya placeringar på marknaden. När räntenivån stiger är gäldenärerna nöjda över att ha lån med låg ränta och undviker att göra förtida amorteringar.

Placerarna har då sina tillgångar bundna till gammal ränta längre än beräknat och kan inte dra nytta av räntestegringen. Effekten av detta märks mest i pass-through securities och minst i mortgage-backed bonds. CMO är en mellanform, där placeraren kan välja sin risknivå.

Frånsett de pooler som Ginnie Mae, Fannie Mae och Freddie Mac förvaltar betraktar placeringarna värdepapper med enbart in-teckningslån som säkerhet fortfarande som förstklassiga placeringens objekt.

Eftersom värdepapperiseringen är en in-vecklad operation med många inblandade, vill placeringarna vara absolut säkra på att hela ar-rangemanget vilar på en säker grund och för-blir orubbade också om det skulle inträffa över-raskande händelser på marknaden.

Kreditvärdigheten hos de värdepapper som poolerna emitterar bedöms av ratingbolag, t.ex. S & P och Moody's. Ett gott kreditbetyg säkerställer marknadsföringen av värdepap-peren och ger förmånlig finansiering. Ratingen är emellertid inte någon garanti, trots att den baserar sig på ratingbolagets kunnande. I re-gel kräver ratingbolaget att poolen skall ha tillräckliga tilläggssäkerheter innan det ger ett gott kreditbetyg. Om poolen lyckas skaffa en s.k. bond insurance, blir det med säkerhet högsta betyg.

Ratingbolagen fastställer tilläggssäkerhe-tens belopp. Tilläggssäkerheter förekommer i många olika former eller som en kombination av flera former. Den enklaste tilläggssäkerhe-ten består i värdepappersemitentens förbin-delse att svara för poolens betalningar (re-course). Detta är vanligen inte ett attraktivt alternativ, eftersom ändamålet med värdepap-perisering just är att hålla poolen och emitten-ten isär. Andra tilläggssäkerheter av garanti-typ är poolförsäkring, remburs, företagssa-ranti och surety bond. Dessa är i regel partiella garantier upp till ett visst belopp.

En vanlig typ av tilläggssäkerhet är att man ställer översäkerhet (overcollateralization) el-ler s.k. värdepappersrelaterade senior/junior-arrangemang, där seniorvärdepapperen skyd-das mot förluster så länge juniorvärdepappe-ren är tillräckliga för att täcka dem. Således ett slags buffertarrangemang, där juniorpappe-ren bär den primära risken. Senior/juniorar-rangemanget lämpar sig för många typer av

förluster, dess kreditvärdighet beror inte på utomstående garantier och det medför inte kostnader i samma utsträckning som andra tilläggssäkerheter. Översäkerhet kan också ställas genom pantsättning av andra tillgångar (bl.a. spread account-arrangemang).

Ratingen och tilläggssäkerheten skall ge placeringarna förvisning om att de är skyddade mot kreditförluster och andra risker i samband med värdepapperiseringen. Placeringarna kan därför delta på denna komplicerade marknad utan att behöva öda tid och pengar på egna utredningar (due-diligence process).

Placeringar i in-teckningslånerelaterade vär-depapper görs av banker, försäkringsbolag, pensionsfonder, placeringfonder, privatper-soner och utländska placeringare. De in-tecknings-lånerelaterade värdepapperen är till övervä-gande del högavkastande papper som av ra-tingbolagen klassificerats som förstklassiga placeringens objekt och som på grund av sin mångsidighet lämpar sig som täckning för pla-ceringarnas ansvarsförbindelser. Möjligheten till förtida återbetalning medför en likviditetsrisk i placeringens kassaflöde, och avkastningen är till följd av riskpremiet därför bättre än på andra motsvarande placeringar.

#### **4. Försäkringsbolagens verksamhet på marknaden**

Försäkringsbolagen spelar en viktig roll i verk-samheten och värdepapperiseringen på in-teckningslåne-marknaden. Verksamheten ba-serar sig på förtroende, och det kan försäk-ringsbolagen tillföra marknaden. Försäkrings-bolagen behövs och anlitas både på primär- och sekundärmarknaden. De som ansöker om bostadsin-teckningslån behöver tilläggsäker-heter för att lättare kunna få lån. De behöver också stöd för att vara säkra på att de kan sköta sina månatliga lånebetalningar. Placeringarna krä-ver att värdepapperen skall vara säkra place-ringsobjekt. Marknaden behöver placeringare som har placeringens volym och som kan göra också långfristiga placeringar.

Om en låntagares säkerheter inte är tillräckliga och han inte har möjlighet att få garanti från VA eller FHA, kan han teckna en inteckningslåneförsäkring (mortgage insurance) hos ett kommersiellt försäkringsbolag som tilläggssäkerhet. Försäkringen täcker en viss del av lånet i det fall att gäldenären inte kan sköta sina lånebetalningar. Försäkringen ansöks av långivaren, som betalar försäkringspremien. Försäkringspremien debiteras gäldenären månatligen i samband med de övriga lånebetalningarna eller på en gång då lånet lyfts. När lånet amorterats så att bostaden klart räcker som säkerhet, kan långivaren gå med på att säga upp inteckningslåneförsäkringen. Om gäldenären inte kan sköta sina lånebetalningar, kan försäkringsbolaget hjälpa gäldenären med betalningarna eller betala ersättning till långivaren eller eventuellt betala tillbaka hela lånet och överta och realisera fastigheten. Inteckningslåneförsäkringen är ett viktigt instrument också för långivaren, eftersom försäkrade lån lätt kan säljas vidare.

Gäldenären och hans familj önskar kanske säkerställa sin lånebetalningsförmåga. För detta ändamål kan de själva ansöka om en försäkring hos ett livförsäkringsbolag. Försäkringen sköter lånebetalningarna efter den försäkrades död och ger de efterlevande möjlighet att bo kvar i bostaden. Också den här försäkringen kallas inteckningslåneförsäkring, trots att den är en typ av livförsäkring. Den är billigare än en normal livförsäkring, eftersom ersättningen, som är lika stor som lånekapitalet, betalas ut efter hand på samma sätt som lånebetalningarna.

På marknaden finns det risker som är okända för placerarna och risker som placerarna inte kan hantera. Placerarnas osäkerhet kan gälla de tillgångar som står som säkerhet för poolen eller placeringsobjektets bransch, emittenten kan vara okänd för placerarna osv. Sådana okända risker höjer finansieringens pris och försvårar marknadsföringen av värdepappren. En viktig uppgift för försäkringsbolagen

är att ge pooler som emitterar värdepapper tilläggssäkerhet. Tilläggssäkerheten kan vara partiell eller hundra procentig. Partiella säkerheter tillhandahålls vanligen av bolag vars verksamhet omfattar många andra försäkringsgrenar (multiline). Garantin ställs i form av en poolförsäkring, reimburs eller surety bond. Garantin täcker en viss bestämd del av ansvarsförbindelsen. En del ansvarsförbindelser är uteslutna; poolförsäkringen täcker t. ex. inte vissa specialrisker. Mot sådana måste man teckna tilläggsförsäkringar, t. ex. bedrägeriförsäkring (fraud insurance), som ersätter förluster på grund av bedrägeri, försummelse eller meddelande av felaktiga uppgifter om poolens lån. Konkursförsäkringen (bankruptcy insurance) ersätter förluster som uppkommit på grund av gäldenärens konkurs. Andra specialförsäkringar är t. ex. försäkring mot jordbävning, översvämning eller jordskred. En risk utgör inte bara försäkringens täckningsgrad utan också en eventuell nedgradering av multilineförsäkringsbolagets, dvs. garantens, kreditvärdighet.

Om riskskyddet är hundra procentigt duger värdepapperen även åt de mest krävande placerarna. Även sådana garantier förekommer på marknaden, de kallas bond insurance eller financial guarantee. De tillhandahålls av monolineförsäkringsbolag, som specialiserat sig enbart på denna försäkringsgren. De viktigaste av dessa bolag är Capital Markets Assurance Corp., Financial Guaranty Insurance Co., Financial Security Assurance Inc. och Municipal Bond Investors Assurance Corp. De har alla ratingen AAA och en garanti av dem ger också värdepapperiseringen ratingen AAA. Den enda risken är här att garantens kreditvärdighet kan sjunka, vilket dock är högst osannolikt, eftersom bolagens affärsverksamhet helt och hållet baserar sig på ratingen AAA.

Monolinebolagen är väl rustade för att klara alla typer av risker och deras experter är de bästa i landet. En garanti från ett monolinebolag gör också mycket komplicerade arrange-

mang enkla för placeraren.

En väl fungerande marknad behöver placere. Försäkringsbolagen och pensionsfonderna förfogar över stora belopp som skall placeras och de kan göra också långfristiga placeringar. De visade tidigare inte något större intresse för in-teckninglånemarknaden. Först när värdepapperiseringstekniken utvecklades, marknadens likviditet ökade, användningen av tilläggs-säkerheter blev allmännare och ratingen förbättrades började de delta på marknaden i större omfattning. Den amerikanska försäkringsinspektionen har godkänt de flesta in-teckningslånerelaterade värdepapper som betryggande placeringar (admitted assets).

Försäkringsbolagen och pensionsfonderna måste i sin placeringsverksamhet beakta såväl risker som avkastning. Primärt sker detta självfallet redan vid allokeringen av medlen, då placeringsportföljens risker skall spridas. Eftersom det in-teckningslånerelaterade värdepapperet är ett ränteinstrument är det förknipat med ränterisk, dvs. dess pris varierar på marknaden i takt med förändringarna i räntenivån. Kreditför-lustrisken är obetydlig i värdepapper med hög rating. Risken består i en eventuell nedgradering, som påverkar värdepapperets pris på andrahandsmarknaden. Prepaymentrisken är en stor risk med effekt på placeringens totala avkastning och likviditet. Alla dessa risker kan minimeras, om man noggrant bevakar marknaden, förutser kommande förändringar och sprider portföljen på olika typer av in-teckningslånerelaterade värdepapper. Mot ränte- och prepaymentrisk kan man också gardera sig med lämpliga derivativa instrument. Från risk/avkastning-synpunkt är in-teckningslånemarknaden attraktiv, eftersom placeringarna här ger högre avkastning än andra placeringar med motsvarande risknivå.

De amerikanska bolagen följer mycket noga förhållandet mellan tillgångar och ansvarsförbindelser och försöker bemästra ränte- och likviditetsriskerna (asset/liability management). De in-tecknings-lånerelaterade värde-

papperen erbjuder placeringsobjekt av de mest skiftande slag och vid behov kan nya skapas med hjälp av derivativa instrument.

#### 4. Sammandrag

Det amerikanska systemet uppstod redan på 1930-talet som en följd av den då aktuella utvecklingen. Systemet har senare förändrats och utvidgats på många sätt. Federationens stöd var ytterst viktigt för systemets uppkomst och är det allt fortfarande. I dag fungerar marknaden väl och alla parter är nöjda. Bostadsköparna får sina lån till lägre ränta och mindre kostnader. Långgivarna drar nytta av den större kreditkapaciteten och den större marknaden och av möjligheten att få fortlöpande förvaltningsarvoden för de lån som de sålt till sekundära långgivare. Placerarna får högre avkastning än på andra motsvarande placeringar och har tillgång till trygga och likvida placeringsobjekt. Självfallet finns det också risker som, om de realiserar, kan bjuda på obehagliga överraskningar. Missbruk förekommer också och kampen mot detta pågår outhärligt.

Försäkringsbolagen spelar en framträdande roll på marknaden, de tillför marknaden förtroende och uppträder som placere, vilket värdesätts av marknadens övriga aktörer.