

Svagt institutionellt ramverk ger finansiella kriser

I denna artikel hävdar författaren att finansiella kriser inte i första hand ska ses som orsakade av makroekonomiska förhållanden eller prisfall på tillgångar. Istället ses finansiella kriser som resultatet av ett svagt institutionellt ramverk för den finansiella sektorn. Om legala, reglerande och politiska institutioner inte tillåter en snabb fördelning av värdeförluster kan ett prisfall på t ex fastigheter få systemkonsekvenser och reala konsekvenser genom "smitta" mellan finansiella aktörer. De institutionella misslyckanden som betonas här är brist på trovärdiga, formella förfaringsätt vid insolvens för finansiella företag, som i sin tur medför ett implicit skydd av fordringsägare och ibland även aktieägare i finansiella företag, regelverket för företagsstyrning i den finansiella sektorn och den politiska processens misslyckande att snabbt och trovärdigt fastställa principer för fördelning av värdeförluster.

Från december 1999 t o m september 2002 förlorade den amerikanska aktiemarknaden halva sitt värde vilket minskade hushållens förmögenhet med 10 biljoner dollar. Från mitten av år 2006 t o m december 2008 föll priserna på fast egendom med ca 30 procent vilket minskade hushållens förmögenhet med ca tre biljoner.¹ I det första fallet blev systemkonsekvenserna för den finansiella sektorn som helhet, såväl som för den reala ekonomin, av mindre betydelse. I det andra fallet utbröt en allvarlig finanskris med konsekvenser för hela systemet och den reala ekonomin befinner sig för närvarande i en nedåtgående spiral. Hur kan systemet i ett fall fördela värdeförluster till ett värde av 10 biljoner dollar utan allvarliga påfrestningar medan förluster till ett värde av 3 biljoner dollar i det andra fallet får allvarliga systemkonsekvenser? I båda fallen har det varit nödvändigt att fördela förlusterna till hushåll och individer på ett eller annat sätt. Man skulle förvänta sig att konsekvenserna av de störningar värdeförlusterna utgör skulle vara proportionella mot förlusternas omfattning.

Den faktor man omedelbart tänker på som en förklaring till skillnaden mellan de två fallen är skuldbelastning. Investeringar i aktier är betydligt mindre belånade än investeringar i fast egendom. De finansiella företag som erbjuder möjlighet till skuldsättning är i hög grad lånefinansierade. Sålunda hotar en relativt modest nedgång i tillgångsvärden betalningsförmågan i ett antal finansiella företag. Skuldbelastning kan emellertid

CLAS

WIHLBORG

är "Fletcher Jones Chair in International Business" vid Argyros School of Business and Economics, Chapman University, i Kalifornien och han är professor i finans vid Handelshögskolan i Köpenhamn. Han har tidigare tjänstgjort vid New York University, University of Southern California och Handelshögskolan i Göteborg där han innehade Felix Neuberghs professur i bank och finansvetenskap. Hans huvudsakliga forskningsområden är internationell finansiell ekonomi och regelverket för den finansiella sektorn. Han är medlem av European Shadow Financial Regulatory Committee.

¹ Se Gjerstad och Smith (2009). Denna artikel innehåller en analytisk översikt av de händelser som ledde fram till den sk subprimekrisen.

Översatt från engelska av Christina Lönnblad.

inte vara den grundläggande förklaringen till en finansiell systemkris.²

På marknader som fungerar utan friktioner såsom i läroböcker ska skuldbelastning och obestånd i företag inte förorsaka några väsentliga problem. När allt kommer omkring så finns det kontrakt som anger hur fördelningen av värdeförlusterna ska ske. När aktiekapitalet i de finansiella företagen uttraderats ska de ytterligare förlusterna bäras av fordringsägarna. Vissa av dessa fordringsägare är hushåll, andra är finansiella företag. Obeståndsförfaranden kan fördela värdeförlusterna enligt förspecificerade kontraktsöverenskommelser eller i enlighet med regler som är specificerade i konkurslagen. Tillgångarna i de företag som går i konkurs skulle köpas till reducerat värde av andra finansiella och icke-finansiella företag eller hushåll. Sammantaget skulle detta innebära en förmögenhetsförlust uppgående till tre biljoner dollar. Det motsvarar mindre än 5 procent av hushållens totala förmögenhet i USA. De indirekta följderna för den reala ekonomin borde vara små. Uppenbarligen skulle vissa individer förlora mer, andra mindre, men fem procent är inte en dramatiskt hög siffra. Ur ett amerikanskt perspektiv borde siffran vara ännu lägre eftersom fastighetsmarknaden i USA i stor utsträckning finansierats av utländska investerare.

Jämförelsen mellan de två fallen av förmögenhetsförlust tyder på att många förklaringar till den nuvarande krisen som framkommer i debatten inte kan förklara varför en systemkris nu brutit ut men inte bröt ut i det första fallet. Exempelvis kan Federal Reserves expansiva lågräntepolitik ha bidragit till den snabba ökningen av bostadspriserna sedan 2001 men det förklarar inte varför systemet inte kunde hantera nedgången. Ofta citerade ”korta minnen” och andra beteendeegenskaper hos deltagare på den finansiella marknaden kan också ha bidragit till utvecklingen av en prisbubbla men förklaringarna till systemeffekterna av prisnedgången måste sökas på annat håll.

1. Friktioner som skapar systemrisker

Värdeförlusten uppgående till 10 biljoner dollar i tillgångsvärden år 2001 fördelades uppenbarligen utan några större friktioner i enlighet med läroboksmoellerna. Av samma skäl kan den allvarliga systemkris som utbröt till följd av förlusten av 3 biljoner dollar i det andra fallet vara resultatet av friktioner som ledde till en oförmåga för marknader och institutioner att fördela sina värdeförluster. Den uppgift som ligger för handen är att identifiera källorna till de friktioner som skapade stora förseningar i fördelningen av värdeförlusterna och fråga sig varför dessa friktioner förekommer. Det tragiska är att friktionerna skapade ytterligare förmögenhets- och inkomstförluster. Även dessa förluster måste fördelas. Däri ligger systemets miss-

² Vi hävdar inte att den nuvarande krisens allvar helt beror på systemeffekterna av subprimeproblemet. Det är troligt att hushållens och företagets önskan att minska sina skuldbördor som en följd av höjda riskpremier är en annan viktig faktor. För att minska skuldbördan minskar hushållen sin konsumtion och företagen minskar sina investeringar.

lyckande med smitta mellan finansiella institutioner och en nedgång i den reala aktiviteten.

Om man letar efter de förklarande faktorerna på finansmarknaderna kommer man att tänka på flera kandidater:

- (1) De individer och företag som står inför och drabbas av förluster är motvilliga att acceptera dessa förluster och kan försöka dölja dem för att exempelvis inte förlora kreditvärdighet eller för att undvika rusningar att ta ut banksättningar.
- (2) Bristen på transparens vid värderingar av tillgångar gör det möjligt, speciellt för finansiella företag, att försena erkännandet av förlusterna.
- (3) Osäkerhet och asymmetrisk information när det gäller tillgångsvärden skapar ett likviditetsproblem på marknader där de potentiella köparna misstänker att säljarna försöker göra sig av med tillgångar av relativt låg kvalitet.
- (4) Obeståndsförfaranden enligt gällande lag är för finansiella företag tidskrävande och kostsamma. Fördelningen av värdeförlusterna kräver att företagets tillgångar värderas utan välfungerande marknader och att exakta kontraktsförbindelser måste identifieras.
- (5) Många potentiella förlorare skyddas av explicita och implicita försäkringssystem eller så kan de utöva politiskt inflytande för att skjuta över förlusterna på andra. Ett direkt exempel är insättningsgarantier och andra former av mer eller mindre explicita garantier till bankernas fordringsägare. Skyddet av bankers och andra finansiella företags fordringsägare kan förstärkas ytterligare i kristider såsom skett under den pågående krisen. Aktieägare och chefer för stora enheter som står inför förluster kan utöva politiskt tryck för att undvika att de måste bära dessa förluster. Ju större andel ex-ante förlorare på avtalen som erhåller politiskt skydd, desto större är de förluster som andra potentiellt står inför. I slutändan måste förlusterna bäras av någon. Skattebetalarna är uppenbarligen *sk loss-takers of last resort*. I den nuvarande krisen har emellertid skattebetalarna i både Europa och USA visat sig ovilliga att ta på sig de finansiella företagens förluster.
- (6) Osäkerhet kring den politiska processen för fördelning av värdeförluster gör dem, som kontraktsenligt är ansvariga för förlusterna, ovilliga att ta privata initiativ för att hantera dem. Företagen håller ut för att först se vart den politiska processen leder.

De uppräknade faktorerna bidrar inte bara till förseningar i fördelningen av de ursprungliga värdeförlusterna utan potentiellt också till att de förstärks, såväl som till en smitta bland finansiella institutioner och från finansiella institutioner till företag. Smitta skapas av bristande likviditet på värdepappersmarknader, förseningar i betalning av krav, möjliga bankrusningar och undanhållande av ny kredit.

När den finansiella sektorn hämmas av fördelningsprocessen för värdeförluster påverkar den minskade tillgången på finansiella resurser aktivite-

terna i de reala sektorerna. Friktioner på arbets- och produktmarknaderna kan vara källan till ytterligare produktionsförluster och arbetslöshet. Dessa friktioner påverkar hur allvarliga systemeffekterna av en finansiell kris blir. Produkt- och arbetsmarknadsfriktionerna förstärker effekterna av hushållens och företagens försök att minska skuldbördorna. I det följande begränsas diskussionen till friktioner i den finansiella sektorn.

Chefer för finansiella företag och investerare är inte av uppfattningen att de lever i en värld utan marknadsfriktioner. Sålunda skulle man kunna förvänta sig att de uppräknade friktionerna och deras potentiella konsekvenser skulle tas med i riskanalysen av investeringar och utlåning. Exempelvis borde de risker och kostnader med vilka långsamma obeståndsförfaranden är förenade tas med i beräkningen av såväl fordringsägare som finansiella företag, vilket skulle förmå de senare att ha ett större kapital. På samma sätt skulle man förvänta sig att risken för minskande likviditet under vissa förhållanden och priseteffekterna av minskande likviditet skulle tas i beaktande av finansiella företag och investerare i olika slags värdepapper.

Ett antal faktorer bidrar potentiellt till relativt svaga incitament för investerare och chefer för finansiella företag att ta hänsyn till risker som är förknippade med perioder av ökade friktioner. Dessa faktorer ökar systemets sårbarhet för kriser, exempelvis när en tillgångsprisbubbla har spruckit och de motiverar många av de existerande regleringarna av och övervakningen av den finansiella sektorn.

- (i) Explicit insättningsgaranti och implicit skydd av olika intressenter i det finansiella systemet i form av förväntade räddningar (s k *bail-outs*) minskar drivkraften för fordringsägare i banker och andra finansiella företag att värdera risk och kräva en riskpremie för utlåning. Om låg likviditet exempelvis förhindrar tillgångar från att bli sålda till ”rimliga priser” minskar den förväntade interventionen från centralbanker incitamenten att hantera likviditetsrisken på förhand.
- (ii) Ju mer det politiska systemet reagerar på tryck från speciella grupper som står inför förluster i perioder av stress, desto större är det implicita skyddet av dessa grupper. Exempelvis kan stora finansiella enheter lättare övertyga lagstiftare och reglerare om de ödesdigra konsekvenserna av en konkurs. Argumentet ”too big to fail” som gäller för stora banker är numera allmänt accepterat. Detta argument ger fordringsägarna i dessa institutioner ett starkare implicit skydd och de företag som är ”too big to fail” får lägre finansieringskostnader och därmed en konkurrensfördel.
- (iii) Kompensation och ersättning till företagsledare, kredithandläggare och andra beslutsfattare när det gäller risktagande kan snedvrida incitamenten mot kortsiktiga vinsthänsynstaganden på bekostnad av hänsyn till risk.
- (iv) Komplexitet och icke-transparens i värdepapper och deras värdefaktorer kan göra det möjligt för upphovsmän att åtaga sig risk utan att få ökade

finansieringskostnader och att sälja risken till priser som inte inkluderar en lämplig riskpremie. Under den nuvarande krisen skapades värdepapper mot pant i ett stort antal fastigheter och såldes i delar. Med den fördelen att kunna vara efterklok verkar det som om kreditvärderingsinstitut och kvantitativa riskmodeller inte korrekt kunde bedöma de risker med vilka dessa instrument var förenade. Det är uppenbarligen svårt att göra en tydlig åtskillnad mellan oförmågan att värdera risk och bristen på incitament att på ett korrekt sätt värdera risk som ett resultat av faktorerna (i)–(iii).

- (v) Övervakningen och regleringen av framför allt banker ska också nämnas här eftersom, exempelvis, kapitalkraven kan ersätta de incitament som borde skapas på marknaden. De sk Baselkapitalkraven anger specifika metoder och förfaranden för att värdera risken i speciella tillgångar. Om dessa metoder inte är ändamålsenliga så avleder de riskhanteringsresurser till riskåtgärder som inte speglar verkligheten eller till spel och manipulation med dessa riskåtgärder. Under *Basel I*, som var giltigt under största delen av den period som ledde fram till krisen, var metoderna för riskvärdering grova och gav incitament till sk riskarbitrage.³ Under *Basel II*, som infördes 2007 i Europa, blev *ratings* och kvantitativ modellering viktiga för den mängd kapital som en bank måste hålla mot en viss tillgång. Båda dessa delar i ramverket för *Basel II* verkar ha misslyckats i den nuvarande krisen.

Faktorerna (i)–(v) bidrar till sannolikheten att förluster och likviditetsproblem uppstår som ett resultat av överdrivet risktagande i det finansiella systemet medan faktorerna (1)–(6) skapar friktioner i fördelningen av värdeförluster. Grupperna av faktorer överlappar i hög grad och bidrar till systemeffekternas allvar. Båda grupperna kan länkas till rättsliga, reglerande eller politiska institutioner.

2. Friktioner, incitament och det institutionella ramverkets misslyckanden

Rättsliga, reglerande eller politiska institutionella faktorer är inte länkade en-till-en mot de uppräknade faktorerna men en specifik del av det institutionella ramverket i ett land kan påverka friktioner på de finansiella marknaderna såväl som incitament på flera sätt. De delar av det institutionella ramverket som påverkar friktioner i fördelningen av värdeförlusterna är de som påverkar incitamenten hos företag och individer att erkänna förluster, verkställandet av kontrakt, värdepappers likviditet, transparensen i riskfaktorerna för värdepapper såväl som i finansiella företag. De delar av ramverket som påverkar incitamenten är de som påverkar initiativen till

³ Under *Basel I* fick många tillgångsslag med olika risk samma riskvikter, vilket gav bankerna incitament att låna ut till låntagare med relativt hög risk och ränta inom varje grupp med en viss riskvikt (Benink och Wihlborg, 2002).

risktagande hos chefer för finansiella företag och deras incitament och förmåga att tillhandahålla relevant information till värdepappersmarknaderna inklusive marknaderna för finansföretagens fordringsägare och aktieägare.

När IT-bubblan brast 2001 blev friktionerna i samband med fördelningen av värdeförlusterna relativt små. De flesta tillgångar som föll i värde handlades på aktiva aktiemarknader och de avtalsenliga relationerna för att fördela förlusterna var okomplicerade. Vidare fanns det få skikt av finansiella företag där förlusterna måste erkännas. Slutligen var det politiska trycket för att skydda förlorarna svagt och spridda aktieägares möjlighet att skapa politiska påtryckningsgrupper, som skulle försena fördelningen av värdeförlusterna, var svag. Incitament för risktagande hos investerare i aktiemarknaderna var på samma sätt inte ett problem eftersom beslut om risktagande togs av de som var direkt utsatta för risk.

Situationen var uppenbarligen helt annorlunda på fastighetsmarknaden och marknaden för fastighetsfinansiering. Flera skikt av finansiella företag och värdepappersmarknader skapade skikt av *principal-agent*-förhållanden. Bostadsfinansiering och dess kostnader är en betydande politisk fråga. Storleken och spännvidden i verksamheten i finansiella företag innebär att ett företagsmisslyckande kan få breda efterverkningar. Den politiska känsligheten för konkurser i finansiella företag förstärks av storleken och komplexiteten i vissa av dessa företag.

Ett antal skäl har framförts i debatten när det gäller skälen till finanskrisen och dess systemeffekter.⁴ Flera av dessa har nämnts ovan inklusive förekomsten av en fastighetsprisbubbla före 2007 och det faktum att denna brast. För att förklara systemkonsekvenserna av dessa händelser fokuserar vi i det följande på några av de delar av ramverket för de finansiella marknaderna, som bidrar till friktioner i fördelningen av värdeförluster eller finansiella företags misslyckande att på ett korrekt sätt beakta risk, eller både och. Vi gör inte anspråk på att presentera en fullständig lista utan fokuserar i det följande på explicita och implicita garantier till intressenter i finansiella företag, tillvägagångssätt vid obestånd, företagsstyrning i finansiella institutioner och osäkerhet när det gäller den politiska processen i kristider.

3. Explicita och implicita garantier i den finansiella sektorn

Explicita och implicita garantier till insättare och andra fordringsägare i finansiella företag minskar incitamenten för dessa fordringsägare att värdera risken i finansiella företag. De explicita insättningsgarantierna i de europeiska länder som påverkats av krisen och i USA ger endast partiell täckning för insättare. Framför allt existerar ingen insättningsgaranti i USA för de finansiella företag som inte är banker. Följaktligen är det osannolikt att de explicita systemen med insättningsgaranti var tillräckligt starka för att undanröja incitamenten att värdera finansiella företags risk.

⁴ Se Wihlborg (2009).

Även om stora insättare och andra fordringsägare inte är explicit försäkrade mot förluster kan de icke desto mindre förvänta sig att vissa finansiella företag inte skall tillåtas gå i konkurs eller, om så skulle bli fallet, kommer de att räddas ur situationen av regeringsmyndigheter. Implicita garantier är ofta förknippade med ”too big to fail”. Så kallad *last resort lending* mot säkerhet av låg kvalitet kan ses som en aspekt av implicit garanti. Europeiska Centralbanken, Bank of England och framför allt Federal Reserve ingrep för att undvika likviditetskriser för både solventa banker och möjligen insolventa finansiella företag 2007–08. Dessa åtgärder utgjorde ett slags implicit garanti.

En förklaring till en stark implicit garanti till bankers fordringsägare är att banker har speciella egenskaper jämfört med andra företag. För det första tillför banker likviditet till det ekonomiska systemet som helhet. En stor del av deras skuldförbindelser är mycket kortsiktiga och de spelar en viktig roll för betalningsmekanismen. Dessa skuldförbindelser kan bli föremål för bankrusningar om fordringsägarna är rädda för utebliven återbetalning. För det andra finns det ofta avsevärda mängder mycket kortsiktiga skuldförbindelser bankerna emellan som kan bidra till smitta mellan bankerna om en bank går i konkurs. För det tredje är bankernas fordringsägare olika och många. Sålunda har bankerna normalt inte en eller några få stora fordringsägare med ett starkt intresse för att finna en lösning på betalningsproblemen. Risken för rusningar från en bank med betalningssvårigheter och smitta leder till att snabbhet att agera för att lösa betalningsproblem är avgörande. Konventionella likvidations- och rekonstruktionsprocesser är alltför tidsödande för att utan modifikation tillämpas på banker. Följaktligen tenderar regeringarna i de flesta länder att ingripa för att förhindra större bankkonkurser. I det ögonblick regeringar ingriper så blir fördelningen av bankens förluster en politisk fråga.

Det föreligger knappast tvivel om att den implicita garantin till bankernas fordringsägare är stark i de flesta europeiska länder och det finns starka empiriska bevis för att den implicita garantin tenderar att vara stark i länder med en låg explicit insättningsgaranti (Angkinand och Wihlborg 2008). Den kraftiga implicita försäkringen i Europa kan ha bidragit till viljan hos europeiska finansiella företag att köpa mer än en tredjedel av de värdepapper som backas upp av subprime-bostadslån. Den implicita garantin till bankernas fordringsägare är troligen svagare i USA beroende på förekomsten av en rättslig infrastruktur för hanteringen av bankkriser, inklusive systemet med ”Structured Early Intervention and Resolution”. Dessa förfaringsätt diskuteras vidare nedan.

Det finns emellertid iakttagare som hävdar att den implicita garantin för investmentbanker och stora kommersiella banker är stark även i USA.⁵ Detta argument är i stor utsträckning baserat på ”too big to fail”. Ett stort finansiellt företag som inte är en bank och som går i konkurs kan bidra till systemrisker till följd av pris- och likviditetseffekter på värdepappers-

⁵ Se Yaron Brook, ”The Government Did It”, Forbes.com, 18 juli 2008.

marknaderna. Ett finansiellt företag som tvingas likvidera sina tillgångar kan bidra till att pressa priserna nedåt och sålunda skapa förluster för andra finansiella företag. Likviditeten på marknaderna för speciella värdepapper kan vara beroende av relativt få företag som fungerar som motparter. Därmed föreligger det press på regeringen att rädda ett sådant företag för att undvika smitta. Agerandet från Federal Reserve när det gäller såväl Bear Sterns som de större bankerna under den nuvarande krisen stödjer detta resonemang.

Dessa förklaringar till den implicita garantin till fordringsägare och, i vissa fall, aktieägare i finansiella företag som kan anses vara av betydelse för hela systemet, bygger i stor utsträckning på en ovilja hos regeringar att låta formella obeståndsförfaranden genomföras. En sådan process kan anses vara alltför tidsödande, speciellt för stora, komplicerade finansiella företag och förfarandet kan tvinga företagen att snabbt likvidera tillgångar med följder för tillgångspriserna.

Trots argumentet om ”too big to fail” är det svårt att tro att investeringsbanker såsom Bear Sterns ansågs vara verkligt skyddade och okänsliga för kreditgivarnas marknadsdisciplin. Såsom beskrevs i Cohan (2009) byggde investeringsbankerna och framför allt Bear Sterns upp en stor exponering för värdepapper mot pant i fastigheter medan de använde den mycket kort-siktiga, oftast *overnight*, marknaden för osäkrade kommersiella värdepapper för finansiering. Cheferna vid dessa företag måste ha varit medvetna om att denna finansieringskälla kan torka ut väldigt snabbt såsom skedde hösten 2007. Sålunda kan dessa företags riskbeteende inte helt förklaras av implicit skydd. Misslyckanden i företagsstyrning diskuteras nedan.

4. Krishantering och obeståndsförfaranden

Effektiva obeståndsförfaranden för företag möjliggör lämplig rekonstruktion, skuldminskning, ledningsbyte, tillförsel av likviditet och andra åtgärder. Svårigheten med att utforma effektiva obeståndsförfaranden beror i stor utsträckning på informationsproblem när det gäller orsaken till betalningsproblem och tillgångsvärden. Lån mot säkerhet och prioriteringsregler motverkar rusningar till de tillgängliga medlen i ett företag med betalningsproblem. En rusning kan tvinga ett företag i förtida konkurs. Detta ”rusnings”-problem är speciellt akut inom banksektorn.

I länder med en explicit lag för företagsrekonstruktion, såsom *Chapter 11* i USA, måste ett oberoende organ med verkställande makt, såsom en domstol, fastställa företagets värde och det förfarande som maximerar värdet. Kontrakten upphävs när ett företag påbörjar ett rekonstruktionsförfarande. Därmed är förutsägbarheten av utfallet för olika intressenter låg och utfallet är normalt sett mer fördelaktigt för aktieägarna och ledningen än i länder med ett mer fordringsägar- och likvideringsinriktat obeståndsförfarande.⁶

⁶ Se Wihlborg m fl (2001).

Uppenbarligen påverkar obeståndsförfarandets natur och dess förutsägbarhet fördelningen av värdeförlusterna och möjligheten för vissa intressenter att påverka fördelningen av värdeförlusterna.

Obeståndsförfarandet för banker måste skilja sig från förfarandet för icke-finansiella företag på flera viktiga sätt pga bankernas speciella egenskaper. Snabbhet i agerandet vid krishantering är kärnpunkten. Sedvanliga likviderings- och rekonstruktionsförfaranden är för tidsödande för att kunna tillämpas på banker utan modifikation. Fallet Lehman Brothers i USA tyder på att samma argument gäller för finansiella företag som inte är banker. Detta företag placerades i *Chapter 11* med dess tidsödande och i viss utsträckning oförutsägbara utfall för många fordringsägare med kortsiktiga fordringar på företaget.

Av de skäl som nämnts tillämpas konkurs- och rekonstruktionslagar mycket sällan vid obestånd i banker i de fall då bankerna faller under jurisdiktionen för dessa lagar. Det är emellertid få länder som har speciella konkurslagar för banker och andra finansiella företag.⁷ Det främsta undantaget är USA som har infört bankspecifika obeståndsförfaranden genom FDIC genom antagandet av FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act) 1991. En bank som uppnår en kapitalkvot på två procent betraktas som på obestånd och måste ges konkursadministration av FDIC. Speciella regler finns för att fusionera eller fördela bankens tillgångar. Ett antal små och medelstora banker har lagts ner på detta sätt sedan subprimekrisens början. Dessa förfaranden har emellertid ännu inte testats på någon större bank.

Perioden innan obestånd inträder är av stor betydelse inom bankväsendet på grund av svårigheten att värdera när en banks nettovärde i marknads-termer är noll. Under senare år har PCA-regler (*prompt corrective action*), inklusive SEIR (*structured early intervention*) förespråkats. En viktig uppgift för SEIR-regler är att tillåta ingripanden innan obestånd uppkommer för att återupprätta eller rekonstruera en bank med betalningssvårigheter. I USA har det funnits juridiskt bindande SEIR-regler sedan FDICIA antogs 1991. Dessa regler är enbart effektiva när de är trovärdiga genom lagstiftning.

För att SEIR-förfarandet inte ska leda till fördragsamhet och i slutändan räddningar (*bail outs*) måste det finnas en beredskap för likvidering av banker på obestånd. Dessa förfaranden måste utformas med finansiella företags speciella egenskaper i åtanke för att de ska kunna fungera om en bank går omkull i den meningen att de minimerar risken för smitta. Utan förutsägbara regler för fördelningen av värdeförlusterna kommer en lösning att försenas och under tiden kommer ledningen och aktieägarna i nödställda företag sannolikt att på flera sätt undvika att förlusterna realiserar.⁸

⁷ Förutom USA har Kanada, Italien, Nya Zeeland och Norge speciell konkurslagstiftning för banker. Förekomsten av en sådan lag innebär inte med nödvändighet att den är framgångsrik i betydelsen att den uppnår sina mål. Om inte, såsom i Norge, används inte lagen. I Sverige föreslogs en lag för regeringshantering av banker med betalningsproblem 2000.

⁸ The European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC) (1998) och Lastra och Wihlborg (2007) diskuterar egenskaperna hos speciella förfaranden i samband med obeståndsförfaranden för banker.

Flera ekonomer har diskuterat det potentiella bidraget från införandet av en speciell konkurslag för banker när det gäller att förstärka marknadsdisciplinen i Europa.⁹ The European Shadow Financial Regulatory Committee (1998) uttryckte målsättningen med en speciell konkurslag för banker på följande sätt:

The implementation of insolvency law for banks ... should achieve an acceptable, low risk of runs and low risk of contagion while inefficient owners and managers exit. The contractual predictability of claims and the predictability of bankruptcy and PCA-costs should provide efficient ex ante incentives. By achieving these objectives the government's and the regulator's fear of a system crash should be alleviated. Thereby, non-insurance of groups of creditors and shareholders would be credible.

5. Företagsstyrning i den finansiella sektorn

Under den svenska bankkrisen på tidigt 1990-tal kom det rapporter om att de lånegivande tjänstemän som beviljade störst antal lån vann semesterresor till Hawaii. Det är uppenbart att om man ger incitament till beviljande av en hög lånevolym minskar medvetenheten om kreditrisk.

Liknande rapporter om incitament till kreditvolymerna finns i den aktuella krisen. Det är emellertid nödvändigt att särskilja incitamenten för initiativtagarna till lånen från incitamenten för dem som bär risken. Förmågan hos många initiativtagare till subprimelån att värdepapperisera bostadslånen och därmed överföra risken till köparna av värdepapper skulle därmed leda till volymkonkurrens enbart om priserna på värdepapper mot pant i fastigheter inte återspeglade någon risk. Med facit i hand så var riskpremierna för låga. Frågan är då varför köpare av värdepapper med pant i fastigheter inte värderade risken på ett korrekt sätt och krävde en riskpremie. Denna fråga relaterar till rollen för kreditvärderingsinstitut och kvantitativa riskvärderingsmodeller men även till kompensationsplaner för bankdirektörer, fondförvaltare och andra investerare i värdepapper med pant i fastigheter. Ett antal observatörer, inklusive Federal Reserve Governor Randall Kroszner, har hävdade att ersättningsplanerna inom den finansiella sektorn belönade kortsiktiga vinster utan att innefatta hänsynstaganden på längre sikt där riskhänsyn blir viktigare.

Incitamenten för företagsledare på högsta nivå inom banker och andra finansiella företag måste också tas i beaktande. Ledare på högsta nivå bär ansvaret för ersättningsplanerna för chefer på olika nivåer i organisationer och för riskhanteringssystemen. I ett effektivt system för företagsstyrning ska kompensationsplaner för företagsledare på högsta nivå vara konstruerade så att ledarnas intressen ligger i linje med aktieägarnas. Det

⁹ Se Angkinand och Wihlborg (2006), Eisenbeis och Kaufman (2008), Goldberg m fl (2005), Huertas (2007), Krimminger (2005), Lastra och Wihlborg (2007), Llewellyn och Mayes (2003) och Schiffman (1999).

finns många skäl att misstänka att företagsstyrningssystem i USA såväl som i många andra länder normalt sett inte är effektiva i detta avseende. Företagsledare på högsta nivå har stor makt när det gäller utformningen av ersättningssystem som gynnar deras egna intressen på så sätt att stora förluster inte påverkar deras ersättning i någon större utsträckning. Ofta citerade exempel inom den finansiella sektorn är Stan O'Neal och Chuck Prince, som tvingades bort från Merrill Lynch respektive Citigroup vid de stora förlusterna hösten 2007 med avgångsvederlag värda 161 miljoner dollar respektive 42 miljoner dollar. Normalt sett gäller att "huge bonuses are deposited and consumed long before the bad deals that generated them can slam investors."¹⁰ Vid AIG erhöll cheferna vid en enhet som gav garantier för kreditrisk ersättning i proportion till förtjänsterna från betalningar för emissionen av s k *credit default swaps* (CDS). På kort sikt tillhandahöll dessa CDS en nästan helt säker inkomstström till en låg kostnad, medan potentialen för förluster verkade avlägsen.

Generösa avgångsvederlag för företagsledare som varit ansvariga för stora förluster kan motiveras av incitamenten för diversifierade aktieägare att hindra företagsledare från att bli alltför riskundvikande. Detta argument kan ifrågasättas inom finansindustrin, där riskhantering är den främsta affärsverksamheten. Ersättningen till företagsledarna är ofta baserad på kortsiktiga vinster och aktiepriser i kombination med en generös försäkring av företagsledare mot att gå omkull.

Ett annat hänsynstagande inom finansindustrin är att incitament för maximering av aktieägarnas förmögenhet skapar incitament för risköverföring till institut som garanterar insättningar och skattebetalare i den utsträckning det finns en explicit eller implicit garanti för fordringsägare såsom diskuterats ovan. Detta problem (*moral hazard*) inom bankväsendet motverkas till en del av regler för tillräckligt riskkapital och övervakning. Här är vi tillbaka vid frågan om huruvida explicit och implicit garanti till insättare och andra fordringsägare påverkar incitamenten för risktagande.

Systemen för företagsstyrning utvecklas i en komplicerad interaktion mellan marknadsincitament, lagar, regelverk och politik. De misslyckanden i företagsstyrning som ledde fram till den nuvarande krisen kan vara resultatet av allmän företagslagstiftning, som gör det möjligt för ledningen att utverka stora kortsiktiga vinster på aktieägarnas bekostnad. I detta fall måste botemedlet sökas inom den allmänna företagslagstiftningen. Det kan också vara så att företagslagstiftningen är tillräcklig för att tjäna aktieägarnas intressen men att aktieägarnas intressen står i konflikt med andra intressenters och samhällets intressen inom den finansiella sektorn. Förekomsten av ett starkt explicit och implicit skydd av fordringsägare tyder på att chefer för finansiella institutioner inte har några incitament att fullständigt beakta risk som kan flyttas över till skattebetalare och insättningsgaranter såsom noterats ovan. Framför allt har de inte några incitament att fullt ut beakta

¹⁰ I "Why Wall Street has to Alter its Financial Incentives" av William Cohan, *Financial Times*, 17 mars, 2008.

systemriskerna som uppstår till följd av smitta och marknadsfriktioner såsom diskuterats ovan.

Ersättningsplanerna för företagsledare inom den finansiella sektorn påverkar inte enbart incitamenten ex ante utan de kan även på två sätt ha bidragit till misslyckandet med fördelningen av värdeförluster och därmed till systemeffekterna av subprimekrisen. För det första, bristen på incitament att avslöja förluster kan härstamma från incitamenten till kortsiktiga vinster. För det andra, separationen mellan initiativtagarna till lånen och de som bär kreditrisken kan ha förstärkt effekterna av de kortsiktiga incitamenten.

De som tror starkt på marknadens effektivitet hävdar att det ligger i solventa finansiella företags intresse att öppet redovisa tillgångsvärden till marknadspriser i den utsträckning det är möjligt för att därmed särskilja sig från de insolventa och tvivelaktiga företagen. Därmed skulle de kunna få tillgång till finansiering på relativt gynnsamma villkor. På samma sätt skulle de finansiella företag, som inte gör en trovärdig ansträngning för att avslöja kvaliteten på sina tillgångar, betraktas som potentiellt insolventa och de skulle inte kunna få tillgång till finansiering annat än till en hög kostnad. Sålunda är transparens en följd av marknadskrafterna enligt detta synsätt.

Varför ser vi inte kraftigare försök från solventa finansiella företag att på ett snabbt och trovärdigt sätt avslöja sina förluster för att få tillgång till marknaderna? Ett svar på detta skulle kunna vara att de helt enkelt inte vet. Att de inte vet betyder emellertid inte att de inte kan ge en bästa möjliga uppskattning. Det är troligare att de ligger lågt till följd av ett ”collective-action problem”; även ett solvent företag är obenäget att ärligt visa sina förluster om inte andra gör detsamma. En institution som avslöjar större förluster än andra riskerar att missförstås och bli nedvärderad i förhållande till andra även om den är solvent. Vidare kan företagsledningen på högsta nivå, som erhåller ersättning på grundval av värdet för aktieägarna och deras intäkter, vara tveksam till att avslöja förluster och göra ett sämre intryck än konkurrenterna på kort sikt. Om ersättningen vore kopplad till långsiktig prestation skulle ledningen ha mindre att vinna på att fördröja avslöjandet av förluster och vara mindre bekymrad över att avslöja förluster även om andra inte gör det. Det är troligt att motviljan mot att avslöja förluster har bidragit till bristen på likviditet på marknaderna för värdepapper och derivat. Motståndet mot att avslöja förluster på ett så transparent sätt som möjligt bidrar till problem med negativt urval på värdepappersmarknaderna då potentiella köpare kan frukta att mer välinformerade säljare kan försöka sälja de sämsta tillgångarna först.

Likviditetsproblemet kan inte enbart skyllas på incitament som skapats av kompensationsplaner för ledare. Uppenbarligen spelar bokföringsregler och standarden vad gäller transparens som följer av dessa regler också en viktig roll. En diskussion av dessa regler kräver emellertid en annan uppsats.

Särskiljandet av initiativtagare till lån och de finansiella företag som bär

riskan innebär ett beroende av mellanhänder på informationsmarknaden. Inom det traditionella bankväsendet är banken initiativtagare till lånet och riskbärare. Sålunda kan ansvaret för förluster som är förenade med särskilda krediter enkelt identifieras och ansvar kan tydliggöras. Överföringen av risk från en initiativtagare, som kanske är den mest välinformerade marknadsaktören, till olika typer av investerare betyder att de senare måste eller borde se till att informera sig om de risker de köper. Emellertid, om köparnas incitament för att värdera risk är svaga, kan det kortsiktiga resultatet för såväl köpare som säljare förbättras genom risköverföringen. Kreditvärderingsinstitut och kvantitativa riskmodellers misslyckande att på ett korrekt sätt fånga risk underlättar ansträngningarna från chefer med kortsiktiga incitament att uppvisa en god prestation.

Om en chef anses vara fri från ansvar för förluster med hänvisning till *rating* finns det inget incitament att kontrollera kreditvärderingsinstituten. En liknande fråga uppkommer till följd av det ökade beroendet av kvantitativa modeller för värdering. Dessa modeller tenderar att bli ”svarta lådor” för värdering och riskbedömning men *output* är uppenbarligen inte bättre än *input*. Icke desto mindre kan modellerna minska chefers ansvar för förluster när de kan ”skylla på” modeller för investeringsbeslut.

En stor del av diskussionen om misslyckandena med företagsstyrningen inom den finansiella sektorn är, med nödvändighet, spekulativ. Det finns uppenbarligen utrymme för mycket forskning för att öka vår förståelse av strukturer för styrning inom den finansiella sektorn och deras effekt på incitament.

6. Osäkerhet om den politiska processen i kristider

Förväntningarna på regeringsingripanden för att rädda fordringsägare och ägare till finansiella företag påverkar inte bara incitamenten för risktagande och den stora skuldbördan före finansiella kriser. När en kris väl har brutit ut, kan förväntningarna vad gäller räddningar och osäkerhet kring den exakta utformningen av dessa räddningar utgöra en källa till friktion i processen för fördelning av värdeförlusterna. Dessa friktioner kan förstärkas genom försök från olika intressegrupper att påverka den politiska processen.

Under hösten 2008 skapade Federal Reserve ett antal inrättningar som gjorde det möjligt för finansiella institutioner att erhålla lån till fördelaktiga villkor mot allt svagare säkerhet. US Treasury tillkännagav 700 miljarder dollar till TARP (Toxic Assets Relief Program) i oktober. Enligt den ursprungliga planen skulle finansiella institutioner kunna erhålla statsobligationer i utbyte mot ”giftiga” tillgångar. Växelkursen mellan de riskfria obligationerna och de giftiga tillgångarna var tänkt att fastställas genom en *reverse auction*-process. Sålunda var subventionsdelen i TARP-förslaget begränsad. Regeringen skulle bära risken för de giftiga tillgångarna men förlusterna skulle bäras av de finansiella institutionerna. När substitueringen av obligationer mot giftiga tillgångar var klar skulle solventa finansiella

institutioner identifieras och de insolventa institutionerna skulle fusioneras eller stängas enligt existerande rättsliga förfaringsätt.

Det ursprungliga TARP-förslaget sköts snabbt i sank. Förslaget med *reverse auction* ansågs av flera auktionsexperten inte kunna fungera för heterogena värdepapper mot pant i fastigheter.

Tillgången till 700 miljarder dollar för krislösning utan någon politisk överenskommelse om hur de skulle användas skapade incitament för intensiva lobbyingansträngningar. Medlen kunde användas för att rekapitalisera finansiella institutioner eller de kunde användas för att hjälpa dem som äger sina bostäder och har negativ förmögenhet att minska utmätningsvågen. Små och relativt sunda finansiella institutioner ville inte bli lämnade utanför. Bolag, stater, städer och kommuner ansåg sig också vara förtjänta av hjälp.

I Europa utvecklade regeringarna mer eller mindre explicita program för hjälp till den finansiella sektorn. Det fanns en politisk beslutsamhet att förhindra att en mängd finansiella institutioner gick i konkurs men de exakta tillvägagångssätten var vaga. Direkt stöd till de företag som hade skapat de största förlusterna visade sig vara politiskt impopulärt.

Förväntningar på hjälp i en eller annan form men brist på beslut om de exakta villkoren för denna hjälp skapar negativa incitament för finansiella företag att försöka ta tag i sina problem genom egna initiativ. Erkännandet av förluster försenas tills hjälppaketets egenskaper blir kända. Chefresurser används till att skapa påtryckningar för hjälp i stället för till problemlösning.

Samarbete mellan banker för att ta över betalningsskyldigheterna banker emellan för en bank som går omkull kan förhindra smittoeffekter av en banks konkurs. De flesta centralbanker garanterar vissa betalningsskyldigheter bankerna emellan men ett utökat privat samarbete kan ytterligare minska risken för smitta. Det är uppenbarligen omöjligt att veta huruvida en trovärdig politik utan inslag av räddning och med en fungerande insolvenslagstiftning skulle förmå banker att samarbeta på detta sätt. Om så vore fallet, skulle relativt stora banker troligen vara tvungna att betala ett högre pris för samarbete. Därmed skulle utvecklingen av banker som är för stora för att gå omkull motverkas.

I den nuvarande krisen har bristen på centraliserad clearing av *credit default swaps* och derivat som handlas över disk bidragit till friktioner i fördelningen av värdeförluster. Man kan fråga sig huruvida bristen på samverkande privata initiativ för att organisera kvittning (*netting out*) och clearing av dessa instrument har förorsakats av förväntningar på regeringsingripanden.

Det är uppenbarligen omöjligt att veta i vilken utsträckning det finns annalkande privata initiativ för att minska sannolikheten för smitta bland finansiella företag och för att påskynda erkännandet av förluster. Trovärdiga förpliktelser att inte göra några räddningar är inte lätta att erhålla i demokratier. Om så är fallet kan det institutionella ramverket ersätta pri-

vata initiativ genom att fokusera på t ex lagstiftning, som gör det möjligt att stänga insolventa finansiella företag med ett minimum av smitta, såsom diskuterats ovan.

7. Slutsatser

Den nuvarande finansiella krisen inleddes med en ringa minskning i värdet av hushållens förmögenhet med historiska mått mätt. Icke desto mindre har systemkonsekvenserna varit avsevärda. Krisen och värdeförlusterna har sedan förstärkts ytterligare genom den kreditåtstramning som skapats genom den finansiella krisen och genom hushållens och företagens försök att minska sina skuldbördor.

Det har hävdats att systemeffekterna av den sprängda fastighetsbubblan i USA framför allt kan spåras till ett bristande juridiskt, reglerande och politiskt ramverk för den finansiella sektorn. Det finns institutioner som skapar incitament för överdrivet risktagande i finansiella företag och incitament att försena fördelningen av värdeförlusterna i enlighet med kontraktsöverenskommelser. Förseningarna bidrar till smitta och till en minskad tillgång på krediter från finansiella företag med osäker överlevnad och från investerare på finansiella marknader.

De institutionella misslyckanden som betonas här är ett implicit skydd av fordringsägare och ibland även aktieägare i finansiella företag, brist på trovärdiga, formella förfaringsätt vid insolvens för finansiella institutioner, system för företagsstyrning i den finansiella sektorn och den politiska processens misslyckande att snabbt och på ett trovärdigt fastställa principer för fördelning av värdeförluster.

De olika institutionella brister, som beskrivits här, är inte oberoende av varandra utan interagerar på viktiga sätt. I centrum står bristen på operationella och trovärdiga metoder för att handskas med insolvens för finansiella företag på ett förutsägbart och snabbt. Regelbaserade förfaranden för s k *structured early intervention* och nedläggningen av banker har implementerats i USA men de är inte effektivt tillämpbara på banker som är "too big to fail" och på finansiella företag som inte är banker. De flesta länder saknar helt effektiva och förutsägbara förfaranden.

Avsaknaden av specifika obeståndsförfaranden för finansiella företag innebär att myndigheter och regeringar tvingas utfärda långtgående garantier till fordringsägare och även aktieägare i finansiella företag. Dessa implicita garantier påverkar de finansiella institutionernas incitament till risktagande, och ökar därmed sannolikheten för kriser, och de minskar de finansiella företagets incitament att lösa värderings och förlustfördelningsproblem utan ingripande av myndigheter och politiker. Incitamenten för risktagande kan även bidra till förekomsten av ersättningsplaner till höga företagsledare som gynnar intäkter på kort sikt och motverkar att risk på längre sikt tas med i beräkningen. Troligen så går misslyckandena med företagsstyrningssystem djupare än så och är mer allmänt beroende av företags-

lagstiftning. Sålunda kan skäl framläggas för ett ingripande av tillsynsmyndigheten när det gäller ersättningsplanerna till höga företagsledare inom den finansiella sektorn. Sådana ingripanden måste emellertid göras med en medvetenhet om att restriktionerna vad gäller speciella typer av ersättningsplaner ofta kan kringgå och att förståelsen av effekten av olika ersättningsplaner är bristfällig.

Den uträkning i vilken reglering i sig bidrar till systemeffekter i en finansiell kris har inte direkt behandlats. Argumentet "too big to fail" för implicit skydd av finansiella företag och deras intressenter kan anses vara resultatet av ett regleringsmisslyckande. Basel-ramverket beaktar inte den enskilda bankens potentiella bidrag till systemrisk vid konkurs. Ramverket gynnar i själva verket stora finansiella konglomerat. The European Shadow Financial Regulatory Committee (2009) har rekommenderat att det ska finnas ett krav på att finansiella företag, som bidrar relativt mycket till systemrisk, bör åläggas högre kapitalkrav.

Värderings- och transparensfrågor har inte behandlats på något större djup i denna artikel trots deras betydelse när det gäller krislösning. Man kan emellertid hävda att transparens och initiativ för att avslöja information i stor utsträckning är endogena gentemot explicit och implicit skydd för fordringsägare vid finansiella institutioner samt ersättningsprogram. Svaga incitament för fordringsägare att värdera och därmed styra risktagande skapar svaga incitament för att avslöja information. I kristider motverkas avslöjandet av information så länge den politiska processen för stöd är osäker och utsatt för påtryckningseffekter.

REFERENSER

Angkinand, A och C Wihlborg (2006), "Bank Insolvency Procedures as Foundation for Market Discipline", i Caprio, G, D Evanoff och G Kaufman (red), *Cross-border Banking*, Proceedings from Federal Reserve Bank of Chicago – The World Bank Conference, World Economic Publishers.

Angkinand, A och C Wihlborg (2008), "Deposit Insurance, Risk-Taking and Banking Crises: Is there a Risk-Minimizing Level of Deposit Insurance Coverage?", LEFIC Working Paper, Copenhagen Business School.

Benink, H och C Wihlborg (2002), "The New Basel Capital Accord: Making It Effective with Stronger Market Discipline", *European Financial Management*, vol 8, s 103-115.

Brook, Y (2008), "The Government Did It", *Forbes*, 18 juli 2008.

Cohan, W D (2008), "Why Wall Street Has to Alter Its Financial Incentives", *Financial Times*, 17 mars 2008.

Cohan, W D (2009), *House of Cards; A Tale of*

Hubris and Wretched Excess on Wall Street, Doubleday, New York.

Eisenbeis, R A och G G Kaufman (2008), "Cross-Border Banking and Financial Stability in the EU", *Journal of Financial Stability*, vol 4, s 168-204.

European Shadow Financial Regulatory Committee, (1998), "Resolving Problem Banks in Europe", Statement 1, London, 22 juni 2008, www.ceps.be.

European Shadow Financial Regulatory Committee (2009), "The Financial Crisis and the Future of Financial Regulation", London, 19 januari 2009, www.ceps.be.

Gjerstad, S och V Smith (2009), "Blindsided by the Bubble", *Wall Street Journal*, 6 april 2009

Goldberg, L, R J Sweeney och C Wihlborg (2005), "Can Nordea Show Europe the Way?", *The Financial Regulator*, vol 10, s 69-77.

Huertas, T (2007), "Dealing with Distress in Financial Conglomerates", i Benink, H,

C Goodhart och R Lastra (red), *Prompt Corrective Action and Cross-border Supervisory Issues in Europe*, Financial Markets Group Special Paper 171, London School of Economics, London.

Krimminger, M (2005), "Deposit Insurance and Bank Insolvency in a Changing World: Synergies and Challenges", i *Current Developments in Monetary and Financial Law*, vol 4, International Monetary Fund, Washington DC.

Lastra, R and C Wihlborg (2007), "Law and Economics of Crisis Resolution in Cross-border Banking", i Benink, H, C Goodhart och R Lastra (red), *Prompt Corrective Action and Cross-border Supervisory Issues in Europe*, Financial Markets Group Special Paper 171, London School of Economics, London.

Llewellyn, D T och D G Mayes (2003), "The

Role of Market Discipline in Handling Problem Banks", Bank of Finland Discussion Papers 21, Helsingfors.

Schiffman, H (1999), "Legal Measures to Manage Bank Insolvency", i Lastra, R och H Schiffman (red), *Bank Failures and Bank Insolvency Law in Economies in Transition*, Kluwer Law International, Haag.

Wihlborg, C (2009), "Can Market Discipline Be Restored? Lessons from The Subprime Crisis", in Mayes, D, R Pringle och M Taylor (red), *Towards a New Framework for Financial Stability*, Central Banking Publications, London.

Wihlborg, C, S Gangopadhyay och Q Husain (2001), "Bankruptcy Infrastructure", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, Washington D.C.