



MS ritgerð

Fjármál fyrirtækja

Sértryggð skuldabréf

Útgáfa á Íslandi með áherslu á fasteignalánamarkað og
samanburður við önnur lönd

Brynja Gunnlaugsdóttir

Leiðbeinandi Gylfi Magnússon
Viðskiptafræðideild



HÁSKÓLI ÍSLANDS

Febrúar 2014

Sértryggð skuldabréf
Útgáfa á Íslandi með áherslu á fasteignalánamarkað og
samanburður við önnur lönd

Brynja Gunnlaugsdóttir

Lokaverkefni til MS-gráðu í viðskiptafræði

Leiðbeinandi: Gylfi Magnússon

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Febrúar 2014

Sértryggð skuldabréf

Ritgerð þessi er 30 eininga lokaverkefni til MS prófs við
Viðskiptafræðideild Félagsvísindasviðs Háskóla Íslands.

© 2014 Brynja Gunnlaugsdóttir

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Prents miðjan Háskólaprent

Reykjavík, 2014

Formáli

Ritgerð þessi er lögð fram til meistaraprófs í fjármálum fyrirtækja við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands og er vægi hennar 30 ECTS einingar. Leiðbeinandi verkefnisins er Gylfi Magnússon og honum færri ég bestu þakkir fyrir ánægjulegt samstarf og gagnlegar ábendingar. Gísli Magnússon fær þakkir fyrir prófarkalestur og að auki vil ég þakka Elís Péturssyni og Gunnlaugi K. Jónssyni fyrir yfirlestur og góðar ábendingar tengdar ritgerðinni. Að lokum fær fjölskylda mín og vinir þakkir fyrir veittan stuðning meðan á verkefninu stóð.

Útdráttur

Útgáfa sértryggðra skuldabréfa hefur síðasta áratuginn verið að aukast á fjármálamaðra og þá sérstaklega m.t.t. fjármögnunar á fasteignalánum. Þrátt fyrir að vera ríkjandi á Evrópumarkaði þá er útgáfa slíkra bréfa farin að dreifast víða um heim með góðum árangri og er Ísland engin undantekning þar á. Markmið þessarar ritgerðar er að skoða nánar þennan fjármögnunarkost með hliðsjón af fenginni reynslu og kanna þá möguleika sem bréfin bjóða upp á.

Farið er yfir þróun bréfanna síðasta áratuginn þar sem útistandandi og útgefnun bréfum er gefinn gaumur auk þess sem staðan í dag er skoðuð sérstaklega. Þá er útgáfum íslensku viðskiptabankanna gerð skil og farið yfir hlutdeild sértryggðra skuldabréfa í fjármagnsskipan þeirra. Að auki er farið ofan í saumana á íslenska fasteignalánamaðrinum og því fyrirkomulagi sem á honum ríkir. Einnig eru kerfi Danmerkur, Þýskalands, Bretlands og Bandaríkjanna skoðuð og borin saman við Ísland. Fyrirkomulag þessara landa er mismunandi en öll eiga það þó sameiginlegt að gefa út sértryggð skuldabréf að einhverju leyti. Þá er farið yfir þær tillögur sem settar hafa verið fram til úrbóta á íslenskum fasteignalánamaðri með íbúðalánaþjóð í fararbroddi og er danska kerfið oft nefnt í því samhengi. Útgáfur íslensku bréfanna eru þ.a.l. bornar saman við sambærilega bréf í Danmörku í þeim tilgangi að setja útgáfurnar í samhengi. Að lokum er farið yfir framtíðarmöguleika sértryggðra skuldabréfa á Íslandi og þær takmarkanir sem kunna að vera á útgáfu þeirra.

Útgáfa bréfanna hefur mælst vel fyrir víða um heim og því áhugavert að sjá hve góðri fótfestu þessi fjármögnunarkostur virðist ætla að ná á Íslandi. Áform bankanna um áframhaldandi útgáfu bréfanna og eftirspurn fjárfesta lofa góðu um framhaldið. Hlutdeild bréfanna í fjármagnsskipan bankanna fer sívaxandi og með gott fordæmi í öðrum löndum, og þá sérstaklega í Danmörku, er ljóst að lánaformið á mikla möguleika á frekari útbreiðslu hér á landi.

Efnisyfirlit

Myndaskrá	8
Töfluskrá	10
1 Inngangur.....	11
2 Hvað eru sértryggð skuldabréf?.....	13
2.1 Skilgreining	13
2.2 Mismunandi form útgáfu	14
2.3 Lánshæfismat.....	15
3 Lagaleg staða	17
3.1 Íslensk löggjöf	18
4 Uppruni og saga	20
5 Umfang nú og síðastliðin ár	21
5.1 Þróun útgáfu 2003-2012	21
5.2 Staða í lok árs 2012	23
6 Sértryggð skuldabréfaútgáfa á Íslandi og fjármögnun bankanna.....	26
6.1 Útgáfa síðustu ára og útistandandi bréf.....	26
6.1.1 Íslandsbanki	27
6.1.2 Arion banki	29
6.1.3 Landsbankinn.....	30
6.1.4 Þróun á verði bréfanna frá útgáfu	30
6.2 Fjármagnsskipan bankanna	33
7 Fyrirkomulag íslensks fasteignalánamarkaðar	36
7.1 Íbúðaláanasjóður og forverar hans.....	36
7.2 Bankarnir	38
7.3 Lífeyrisjóðir	40
8 Fasteignalánakerfi í öðrum löndum	41
8.1 Danmörk	41
8.1.1 Fyrirkomulag kerfisins í dag	42

8.1.2	Löggjöf og einkennandi þættir.....	43
8.1.3	Samanburður við Ísland	44
8.2	Þýskaland.....	45
8.2.1	Pfandbrief kerfið og löggjöf	46
8.2.2	Samanburður við Ísland	48
8.3	Bretland	48
8.3.1	Fyrirkomulag lánamarkaðarins	49
8.3.2	Fjármögnun með sértryggðum skuldabréfum	50
8.3.3	Samanburður við Ísland	51
8.4	Bandaríkin.....	51
8.4.1	Fyrirkomulag lánamarkaðarins í dag.....	52
8.4.2	Fjármögnun með sértryggðum skuldabréfum	53
8.4.3	Samanburður við Ísland	54
9	Hugmyndir um breytingar á íslensku fasteignalánakerfi	55
9.1	Heildsölubankafjármögnun og aðrar breytingar	55
9.2	Danska leiðin.....	57
9.2.1	Hugsanleg þróun.....	59
10	Greining á íslenskum bréfum og samanburður við Danmörku	60
11	Framtíð útgáfu á Íslandi og takmarkanir	64
12	Niðurstöður og lokaorð	66
	Heimildaskrá	69
	Viðauki 1 – Umfang sértryggðra skuldabréfa eftir löndum	76
	Viðauki 2 – Fjármagnsskipan íslensku bankanna.....	78

Myndaskrá

Mynd 1. Þróun lánshæfismats sértryggðra skuldabréfa eftir matsfyrirtækjum.	
Heimild: Melms & Schulz, 2013.	16
Mynd 2. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa í milljónum EUR. Heimild: ECBC.	21
Mynd 3. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa, fasteignalán og önnur veð, auk breytinga milli ára í milljónum EUR. Heimild: ECBC.	22
Mynd 4. Útistandandi sértryggð skuldabréf í lok árs 2012 í milljónum EUR, flokkuð eftir löndum og undirliggjandi veðum. Heimild: ECBC.	23
Mynd 5. Útistandandi sértryggð skuldabréf í lok árs 2012, hlutdeild eftir löndum. Heimild: ECBC; eigin útreikningar.	24
Mynd 6. Hlutfall sértryggðra skuldabréfa af VLF á Íslandi. Heimild: ECBC, Eurostat; eigin útreikningar.	27
Mynd 7. Þróun á verði útgefinna sértryggðra skuldabréfa bankanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic.....	30
Mynd 8. Þróun á verði verðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og skuldabréfa með ríkisábyrgð. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.....	31
Mynd 9. Þróun á verði óverðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og ríkisskuldabréfs. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	32
Mynd 10. Fjármögnun stóru viðskiptabankanna í milljónum ISK. Heimild: Ársskýrslur bankanna.	33
Mynd 11. Hlutfall undirliða lántöku hjá Íslandsbanka og Arion banka. Heimild: Ársskýrslur bankanna.	34
Mynd 12. Heildarfjárhæð nýrra útlána eftir lánastofnunum í milljörðum ISK. Heimild: Seðlabanki Íslands (á.á.a).....	36
Mynd 13. Sjóðfélagalán sem hlutfall af hreinni eign lífeyrissjóða. Heimild: Seðlabanki Íslands (á.á.b).....	40

Mynd 14. Útistandandi og útgefin sértryggð skuldabréf og VLF í Danmörku í milljónum EUR ásamt hlutfalli útistandandi bréfa af VLF. Heimild: ECBC, Eurostat.....	42
Mynd 15. Útistandandi sértryggð skuldabréf í Þýskalandi í milljónum EUR, flokkuð eftir undirliggjandi veðum og hlutfall þeirra af VLF. Heimild: ECBC, Eurostat; eigin útreikningar.	46
Mynd 16. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa með veði í fasteignalánum í Þýskalandi í milljónum EUR. Heimild: ECBC.....	47
Mynd 17. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa með veði í fasteignalánum í Bretlandi í milljónum EUR. Heimild: ECBC.	51
Mynd 18. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa í Bandaríkjunum í milljónum EUR. Heimild: ECBC.....	54
Mynd 19. Þróun á ávöxtunarkröfu og áhættuálagi íslenskra bréfa. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	61
Mynd 20. Þróun á ávöxtunarkröfu og áhættuálagi dönsku bréfanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	62
Mynd 21. Áhættuálag íslensku og dönsku bréfanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	63

Töfluskrá

Tafla 1. Breyting í útistandandi og útgefnum bréfum flokkað eftir undirliggjandi veðum. Heimild: ECBC og eigin útreikningar.....	24
Tafla 2. Verðtryggð útgáfa Íslandsbanka á sértryggðum skuldabréfum. Heimild: Íslandsbanki.	28
Tafla 3. Óverðtryggð útgáfa Íslandsbanka á sértryggðum skuldabréfum. Heimild: Íslandsbanki.	28
Tafla 4. Útgáfa Arion banka á sértryggðum skuldabréfum, verðtryggðum og óverðtryggðum. Heimild: Arion banki.....	29
Tafla 5. Árleg söguleg ávöxtun og staðalfrávik sértryggðra skuldabréfa bankanna frá útgáfudegi. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	32
Tafla 6. Hlutfall sértryggðra skuldabréfa af heildarfjármögnun stóru viðskiptabankanna. Heimild: Ársreikningar bankanna; eigin útreikningar.	34
Tafla 7. Fjármögnun, skuldir og eigið fé, auk eiginfjárlutfalls íbúðaláanasjóðs í lok júní 2013. Heimild: Íbúðaláanasjóður.	38
Tafla 8. Ávöxtunarkrafa og áhættuálag íslensku bréfanna, meðaltal, lægsta og hæsta gildi. Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.	61
Tafla 9. Ávöxtunarkrafa og áhættuálag dönsku bréfanna, meðaltal, lægsta og hæsta gildi. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.....	62

1 Inngangur

Íslenskur fjármálamarkaður lagðist á hliðina í kjölfar efnahagshrunsins 2008 og eru Íslendingar enn að takast á við eftirskjálfta þess. Viðskiptabankarnir glötuðu trausti fjárfesta í kjölfarið og aðgangur þeirra að fjármögnunarkostum takmarkaðist verulega þó að þeir hafi áfram getað treyst á innlán að stórum hluta. Bankarnir hófu þá að sækja sér aukið fjármagn með útgáfu sértryggðra skuldabréfa á íslenskum fjármálamarkaði enda höfðu þessi bréf reynst vel í öðrum löndum og ekki síður í löndum sem glímt höfðu við efnahagshræringar. Víðast hvar í Evrópu eru sértryggð skuldabréf algeng fjármögnunarleið og eru farin að teygja anga sína út um allan heim. Þrátt fyrir að fyrirkomulag bréfanna sé með ýmsum hætti þá fylgir þeim almennt strangt regluverk sem skilar sér í lítilli áhættu og vinsældum fjárfesta sem sækjast eftir traustri og öruggri fjárfestingu.

Útgáfu íslensku bankanna á sértryggðum skuldabréfum er í megindráttum ætlað að fjármagna ný fasteignaveðlán til viðskiptavina sinna eftir að þeir hófu að veita lán að nýju eftir nokkurra ára dvala. Bréfin hafa mælst vel fyrir og stefna allir stóru viðskiptabankarnir þrír á frekari útgáfu í framtíðinni. Hvað fjármögnun til fasteignalána varðar eru íslensku bankarnir að feta í fótspor ýmissa annarra landa sem treysta á sértryggð skuldabréf í sama tilgangi. Til að mynda samanstendur fjármögnun fasteignalána Danmerkur og Þýskalands að mestu leyti af útgáfu sértryggðra skuldabréfa og hefur stöðugleiki lengi einkennt fasteignalánamarkað þessara landa. Lönd sem treysta á annars konar fjármögnun, t.d. Bandaríkin og Bretland, urðu harðar úti við hrunið og eru enn þann dag í dag að berjast við brotalamir sem því fylgdi.

Íslenskur fasteignalánamarkaður hefur fengið sinn skerf af áföllum síðasta áratuginn og t.a.m. stendur íbúðaláanasjóður nú völtum fótum og ljóst er að mikil þörf er á endurbótum á markaðinum. Í því samhengi hafa sértryggð skuldabréf vakið umtalsverða athygli sem ýtir enn frekar undir þær vinsældir sem þessi fjármögnunarleið virðist vera að ná á Íslandi.

Markmið þessarar ritgerðar er að skoða hvernig þróun og reynsla sértryggðra skuldabréfa hefur verið á upp á síðkastið og hvert hlutverk þeirra verður á komandi

árum. Lögð verður áhersla á útgáfu bréfanna á Íslandi en útgáfur annarra landa hafðar til hliðsjónar. Sértryggð skuldabréf með fasteignalán að veði verða í aðalhlutverki og í því samhengi verður íslenski fasteignalánamarkaðurinn fyrirferðarmikill, bæði staða hans í dag og mögulegar breytingar sem á honum kunna að verða. Að auki verður farið yfir fasteignalánakerfi annarra landa og þau borin saman við hið íslenska.

2 Hvað eru sértryggð skuldabréf?

Síðastliðinn áratug hafa sértryggð skuldabréf verið að sækja á og eru nú einn stærsti eignaflokkurinn á evrópskum skuldabréfamarkaði. Fjármagn sem sótt er með útgáfu þessara bréfa skipar m.a. stóran sess í fjármögnun fasteignalána í heiminum í dag og með öruggt tryggingasafn að veði hefur þessi fjárfestingavalkostur verið borinn saman við ríkisskuldabréf þróaðra ríkja (Packer, Ryan & Christian, 2007).

2.1 Skilgreining

Sértryggð skuldabréf eru gefin út af fjármálastofnunum, og þá aðallega bönkum, sem bera ábyrgð á endurgreiðslu þeirra. Jafnframt eru þessi bréf tryggð með undirliggjandi eignasafni, nefnt tryggingasafn, og hafa fjárfestar forgangskröfu á þessar eignir komi til gjaldþrots skuldara (Packer o.fl., 2007). Útgefandi sér um að greiða eigendum skuldabréfanna greiðslur, afborganir og vexti til þess að tryggja endurgreiðslu þeirra, sem er tryggingasafnину algerlega óviðkomandi (Reitun, á.á.).

Það er misjafnt eftir löndum hvaða reglur eru settar um tryggingar bréfanna. Á Íslandi eru skuldabréf talin vera tryggingarhæf ef þau eru með veð í fasteignum (íbúðar-, verslunar- eða iðnaðarhúsnæði), bújörðum og ríkisskuldu (Lög um sértryggð skuldabréf, nr. 11/2008). Þá eru til lönd sem leyfa m.a. veð í skipalánum, flugvélum og skuldabréfum í einkageiranum (Grossmann & Stöcker, 2013). Auk tryggingasafnsins veitir bankinn sjálfur ábyrgð á bréfunum sem endurspeglast í lánhæfismati hans og af þeim sökum eru því talin sérstaklega örugg. Bréfin skera sig því úr hinum hefðbundnu skuldabréfum og fá almennt hærri lánshæfiseinkunn fyrir vikið (Packer o.fl., 2007).

Tryggingasafnið getur tekið breytingum ef skipta þarf eignum út fyrir aðrar í þeim tilgangi að bæta upp gæðatap sem kann að verða eða vegna uppgreiðslu eigna sem greiddar voru upp fyrr en áætlað var. Þetta fyrirkomulag á að sjá til þess að fjárhæð safnsins standi ávallt undir heildarhöfuðstól sértryggðu skuldabréfanna og til þess að tryggja gæði eignanna. Þær eignir sem nýttar eru í þessum tilfellum nefnast staðgöngutryggingar en mismunandi reglur gilda um umfang þeirra eftir löndum (Packer o.fl., 2007).

Reglulega eru framkvæmd sérstök álagspróf sem safnið þarf að standast með hliðsjón af gengi gjaldmiðla og vaxta en tilgangur þeirra er að sjá til þess að safnið standist ávallt þær kröfur sem því eru settar. Óháður eftirlitsmaður er svo skipaður til þess að tryggja gæði safnsins og gæta þess að öllum tilsettum skilyrðum sé fullnægt en hann hefur síðan tilkynningarskyldu til eftirlitsstofnana (Reitun, á.á.).

Undirliggjandi eignir eru áfram á efnahagsreikningi útgefandans en þær tilheyra engu að síður tryggingasafninu og því er ekki hægt að ganga að þessum eignum fari útgefandinn í þrot (Grossmann & Stöcker, 2013). Eignirnar eru þó ennþá á ábyrgð útgefandans og eru því ekki einangraðar frá starfsemi hans. Honum ber að varðveita þær sem tryggingu fyrir útgefnu bréfunum og er því ekki heimilt að veðsetja þær. Þetta fyrirkomulag hefur orðið til þess að sértryggð skuldabréf eru eftirsóknarverður kostur fyrir fjárfesta sem kjósa öruggar og áhættulitlar fjárfestingar. Almennt falla bréfin ekki á gjalddaga þó svo að útgefandinn fari í þrot en í þeim tilfellum þá annast þrotabúið skyldur útgefandans í hans stað (Reitun, á.á.).

Sértryggð skuldabréf eru talin henta vel til langtímafjármögnumar fjármálafyrirtækja á fasteignalánamarkaði og er eitt mest notaða fasteignalánaformið á Norðurlöndunum og annars staðar í Evrópu. Ýmsir erlendir seðlabankar taka bréfin gild sem tryggingar í veðlánaviðskiptum í kjölfar hrunsins vegna lausafjárvandans sem myndaðist og er Seðlabanki Evrópu t.a.m. einn af þeim. Hins vegar er útgáfan kostnaðarsöm og því oft einungis talin henta stærri fjármálafyrirtækjum (Velferðarráðuneytið, 2013a; Seðlabanki Íslands, 2012a).

2.2 Mismunandi form útgáfu

Það er misjafnt eftir löndum hvers kyns reglum og lögum sértryggð skuldabréf lúta. Í nokkrum löndum hafa engin skýr lög verið sett og því er ekki til staðar gjaldþrotavernd fyrir aðila sem fjárfesta í sértryggðum skuldabréfum. Í þessum tilfellum hafa útgefendur brugðið á það ráð að umbreyta hinu klassísku sértryggða skuldabréfaformi til þess að verja fjárfesta gegn gjaldþroti útgefenda (Kothari, 2008). Önnur form hafa orðið til vegna sögulegrar þróunar, mismunandi hagkerfa hinna ýmsu landa auk pólitískra ákvarðana stjórvalda og ólíkra rekstrarforma banka (Stöcker, 2011). Í grófum dráttum má skipta útgáfu sértryggðra skuldabréfa í fimm tegundir. Tvær fyrstu eru í hinu klassísku formi sértryggðra skuldabréfa. Annars vegar þar sem útgefandi er alþjóðleg

fjármálastofnun og hins vegar þegar útgefandi er sérstök fjármálastofnun skv. lögum, t.a.m. fasteignalánabankar (e. mortgage banks), sem þá stunda einungis viðskipti með þessi bréf. Þessar stofnanir fjármagna, gefa út og þjónusta bréfin sjálf auk þess sem tryggingasafnið er í þeirra vörsu. Grunnþáttur í þessari útfærslu er aðskilnaður tryggingasafnsins og annarra þátta starfseminnar skv. lögum (Stöcker, 2011).

Tvær aðrar tegundir fela í sér flutning á eignum tryggingasafnsins til þriðja aðila sem sér um útgáfu sértryggðu skuldabréfanna. Annað formið felur í sér að útgefandi bréfanna er sérstök fjármögnunarstofnun þar sem útgefnu bréfin og eignir tryggingasafnsins eru einu þættir efnahagsreiknings hennar. Hlutverk þessarar stofnunar er einungis að gefa bréfin út á meðan móðurbanckinn (e. parent bank) sér um að þjónusta þau. Hitt fyrirkomulagið einkennist af sérstakri stofnunun sem safnar til sín eignum í tryggingasafn frá mörgum frumaðilum (e. originations) og gefur út stórar útgáfur af bréfum. Frumaðilar sjá síðan um að þjónusta útgáfurnar og er því eina hlutverk stofnunarinnar að gefa bréfin út, sem er líkt með báðum tegundum (Stöcker, 2011).

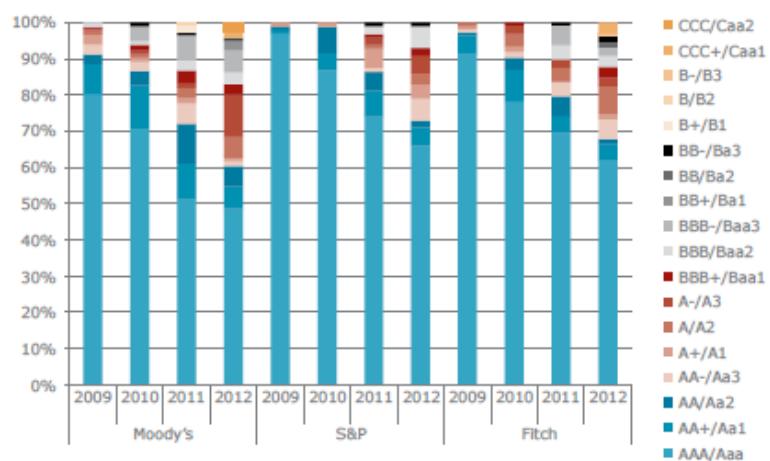
Að lokum má nefna form þar sem útgefandi notar sérstakan, sjálfstæðan greiðsluaðila (e. special purpose vehicle, SPV) til að lágmarka áhættu vegna gjaldþrots útgefanda. Þetta fyrirkomulag er notað í löndum þar sem sérstaka löggjöf um sértryggð skuldabréf er ekki að finna. Fjármálastofnunin gefur bréfin út sjálf auk þess sem hún sér um aðra þætti útgáfunnar og þjónustu tengda bréfunum. Tryggingasafnið er flutt yfir til þessa sjálfstæða greiðsluaðila, sem lýtur ekki lögum um fjármálastofnanir, í þeim tilgangi að aðskilja það frá útgefandanum. Eignir tryggingasafnsins eru þó yfirleitt enn á efnahagsreikningi útgefanda svo það er hætta á að fjárfestar geri tilraun til þess að sækja að þessum eignum komi til gjaldþrots útgefanda (Stöcker, 2011).

2.3 Lánshæfismat

Lánshæfismat veitir upplýsingar um lánshæfi verðbréfa og útgefenda á fjármálamarkaði. Þetta er mikilvægt verkfæri og faglegt mat matsfyrirtækja ýtir undir markvissari lántöku sem sér til þess að fjárfestar hljóti þá ávöxtun sem hæfir tilteknu lánshæfismati. Þetta eykur einnig öryggi á markaði og í dag treysta bæði fjárfestar og eftirlitsaðilar á lánshæfiseinkunnir í miklum mæli. Þrjú stærstu matsfyrirtækin sem almennt er stuðst

við eru, Standard & Poor's (S&P), Moody's og Fitch (Lánamál ríkisins, á.á; Melms & Schulz, 2013).

Lánshæfiseinkunnir sértryggðra skuldabréfa hafa farið lækkandi frá árinu 2009 eins og sjá má á mynd 1 þó að hæsta einkunn, AAA/Aaa sé enn ríkjandi. Árið 2006 voru 99% af útgáfum sértryggðra skuldabréfa sem matsfyrirtækin sáu um að meta með hæstu einkunn. Í lok árs 2012 var þetta hlutfall komið niður í um 60% auk þess sem 8,4% útgáfna fengu einkunnir undir B-/B3.



Mynd 1. Þróun lánshæfismats sértryggðra skuldabréfa eftir matsfyrirtækjum. Heimild: Melms & Schulz, 2013.

Ástæðu lækkunar á einkunnum sértryggðra skuldabréfa má rekja til efnahagshrunsins 2008 þar sem áhættubættir bréfanna fóru að vega þyngra hjá matsfyrirtækjunum. Lánshæfiseinkunn útgefanda hefur áhrif á þá einkunn sem bréf hans fær og því hafa erfiðleikar á fjármálamörkuðum og hjá fjármálafyrirtækjum sett strik í reikninginn. Að auki hafa sviptingar á fasteignamarkaði haft áhrif á lánshæfiseinkunnir enda ekki að furða þar sem tryggingasafn sértryggðra skuldabréfa samanstendur oft og tíðum af fasteignaveðlánum (Melms & Schulz, 2013).

3 Lagaleg staða

Eins og nú er orðið ljóst skiptir það miklu máli fyrir fjárfesta sértryggðra skuldabréfa að þeir geti treyst á tryggingasafnið komi til gjaldþrots útgefanda. Til að svo megi verða þarf skýrar reglur og lög svo aðrir kröfuhafar útgefandans geri ekki tilkall til þeirra eigna sem tilheyra safninu. Því hafa flest Evrópuríki sett sérstaka löggjöf um sértryggð skuldabréf þar sem skýrt er kveðið á um útgáfu bréfanna. Í öðrum löndum þar sem sérstök löggjöf er ekki til staðar er samningsákvæðum beitt í sama tilgangi og í fáeinum tilfellum er svo hvorki stuðst við löggjöf né reglugerðir en þá þarf að leita annarra leiða til þess að tryggja öryggi sértryggðra skuldabréfa (Grossmann & Stöcker, 2013).

Löggjöf varðandi sértryggð skuldabréf er almennt ætlað að sjá til þess að eignir í tryggingasafninu rýrni ekki í verðgildi við gjaldþrot útgefanda og sjá til þess að fjárfestar bréfanna geti gengið að þessum eignum vísum. Þessi atriði er reynt að tryggja með því að setja staðla um gæði eigna og aðskilnað tryggingasafnsins. Lögin kveða almennt á um hámarks veðhlutföll af markaðsvirði fasteigna sem eru undirliggjandi í safninu auk þess að setja takmörk á staðsetningu og lánhæfiseinkunnir eigna. Oft og tíðum eru regluleg álagspróf sett sem skilyrði fyrir útgáfu bréfanna en þau geta t.d. nýst matsfyrirtækjum við mat á einkunn þeirra og að auki eru settar kröfur um gagnsæi og viðmið fyrir eignastýringu (Packer o.fl., 2007; Grossmann & Stöcker, 2013).

Engin almenn heildarlöggjöf hefur verið samþykkt í tengslum við útgáfu sértryggðra skuldabréfa og því treysta lönd á sínar eigin reglur, lög og hefðir. Þó regluverk geti verið mismunandi milli landa er alltaf eitthvert samræmi þar á milli, enda þarf að fullnægja ákveðnum grunnþáttum svo hægt sé að tala um að skuldabréf sé sértryggt. Í þeim tilfellum þar sem engin löggjöf um bréfin er til staðar er útgáfan byggð á almennum lögum sem gilda um útgáfu verðbréfa (Grossmann & Stöcker, 2013). Þrátt fyrir að bréfin séu langt því frá að vera ný af nálinni þá hafa enn ekki myndast þær aðstæður að fjárfestar hafi þurft að ganga að veðum bréfanna og því hefur aldrei reynt á lögin (Goldman Sachs, 2011).

3.1 Íslensk löggjöf

Lög um sértryggð skuldabréf voru samþykkt á Alþingi þann 4. mars 2008 og eru lögin númer 11/2008. Þessi lög ganga framar gjaldþrotalögum og þ.a.l. veita þau fjárfestum forgangskröfu í tryggingasafn bréfanna. Fjármálaeftirlitið (FME) setti svo reglur um sértryggð skuldabréf, nr. 528/2008, í júní 2008 á grundvelli laga Alþingis. Tekið er mið af þessu tvennu þegar meginþættir lagalegrar stöðu Íslands verða skoðaðir hér á eftir.

Útgefandi sértryggðs skuldabréfs þarf að hafa starfsleyfi samkvæmt lögum um fjármálafyrirtæki auk þess sem FME þarf að veita honum samþykki fyrir útgáfunni. Til þess að umsókn útgefandans sé samþykkt af FME þarf útgefandinn að sýna fram á að útgáfan sé í samræmi við sett lög og að fjárhagur hans sé traustur svo ekki sé gert á hlut annarra kröfuhafa. Eignir sem leyfðar eru í tryggingasafni eru skuldabréf með veð í íbúðar-, iðnaðar-, skrifstofu- eða verslunarhúsnæði staðsett á evrópska efnahagssvæðinu (EES), í ríki sem er aðili að stofnsamningi Fríverslunarsamtaka Evrópu eða í Færeyjum. Þá er einnig heimilt að skuldabréf séu með veð í bújörðum, fasteignum nýttum til landbúnaðar auk bréfa sem gefin eru út af ríkinu, sveitarfélögum eða þeim aðildarríkjum sem nefnd eru hér að ofan. Hafi veðlán verið í vanskilum í 90 daga eða lengur þá er ekki tekið tillit til virðis þeirra í safninu. Hlutdeild staðgöngutrygginga má vera að hámarki 20% af verðmæti tryggingasafnsins. Innstæður lausar til útborgunar hjá fjármálafyrirtæki, innstæður/kröfur á aðildarríkin og aðrar kröfur á hendur lögaðilum, sem ekki eru áhættumeiri en hinár tvær, eru leyfilegar staðgöngutryggingar. FME getur veitt samþykki fyrir hvoru tveggja, hærri hlutdeild og öðrum tegundum eigna en þó innan ákveðins ramma.

Í þeim tilfellum sem eignir eru með veð í fasteignum þá er heimild fyrir 80% veðhlutfalli af markaðsvirði íbúðarhúsnæðis og 60% í öðrum fasteignum nema 70% í tilfelli landbúnaðarstarfsemi. Útgefandi þarf reglulega að láta meta markaðsvirði þessara eigna með viðurkenndum aðferðum en lækki virði þeirra þá þarf að færa niður fjárhæð skuldabréfsins í tryggingasafninu til samræmis við sett viðmið. Andvirði tryggingasafnsins þarf alltaf að vera hærra en sem nemur uppreiknuðum höfuðstól útgefnu bréfanna og er það á ábyrgð útgefanda að gæta þess að greiðslur af þessum eignum standi undir þeim skuldbindingum sem stofnað var til með útgáfunni.

Sértryggðu skuldabréfin falla ekki í gjalddaga við gjaldþrot útgefanda nema það hafi verið fyrirfram ákveðið og tekur þrotabúið yfir réttindi og skuldbindingar útgefandans. Þær eignir sem skráðar eru í tryggingasafnið standa óbreyttar og eru aðskildar frá öðrum eignum þrotabúsins auk greiðslna sem þeim tengjast.

Útgefandi skipar sjálfstæðan skoðunarmann og er hans hlutverk að hafa eftirlit með útgáfunni. Helstu verkefni hans eru að sjá til þess að haldin sé skrá utan um sértryggðu skuldabréfin og tryggingasafnið, tryggja faglegt mat á undirliggjandi veðtryggingum safnsins og veita FME allar þær upplýsingar um skuldabréfin sem nauðsynlegar þykja. Fjármálaeftirlitið tryggir svo að lögnum sé framfylgt vegna útgáfunnar og hefur heimild til þess að afturkalla leyfið, sé tilefni til.

Sérstaklega skal vakin athygli á að ýmis ítarlegri atriði má finna í lögnum um sértryggð skuldabréf en hér voru rakin auk þess sem reglur FME gera auknar kröfur um þá efnispætti sem snúa að stofnuninni.

4 Uppruni og saga

Sértryggð skuldabréf eiga uppruna sinn að rekja til Prússlands á 18. öld þegar Pfandbrief bréfin voru gefin út í fyrsta sinn. Það var Friðrik mikli, konungur Prússlands, sem kynnti þetta nýja lánaform í þeim tilgangi að endurreisa lausafjárstöðu landsins í kjölfar 7 ára stríðsins. Á 19. öld dreifðist lánavirkomulagið um Evrópu og undir lok aldarinnar var þetta orðið vinsæl leið til þess að endurfjármagna ríkisskuldir (Schwarcz, 2011). Auk Prússlands áttu Danmörk, Pólland og Frakkland mikinn þátt í þróun lánavirkomulagsins og náðu bréfin að skipa sér sess í nánast öllum Evrópulöndum. Til að byrja með voru bréfin hugsuð til þess að fjármagna landbúnað en seinna meir færðist áherslan yfir á fjármögnun fasteigna (Grossmann & Stöcker, 2013).

Um miðja 20. öldina fóru vinsældir bréfanna dvínandi með þróun millibankamarkaða og vaxandi innstæður fjármálastofnana voru nýttar sem fjármögnun fasteignalána í staðinn. Lánaformið rímaði ekki við kenningar kommúnista á þessum tíma og varð til þess að stærsti hluti Evrópu, og þá sérstaklega Mið- og Austur Evrópa, hætti útgáfu bréfanna. Það var svo ekki fyrr en undir lok 20. aldar, þegar Þýskaland var sameinað á ný, kommúnisminn leið undir lok og evran var tekin upp, að útgáfa sértryggðra skuldabréfa hófst að nýju. Eftir innleiðingu evrunnar, og lækkun vaxta í kjölfarið, myndaðist útlánaþensla í Evrópu sem sem varð til þess að bankar þurftu í auknum mæli að sækja sér lánsfjármagn. Í því skyni að laða að erlenda fjárfesta var lögð áhersla á auðseljanleg og örugg bréf sem varð til þess að vestræn lönd endurvöktu lánaformið (Grossmann & Stöcker, 2013).

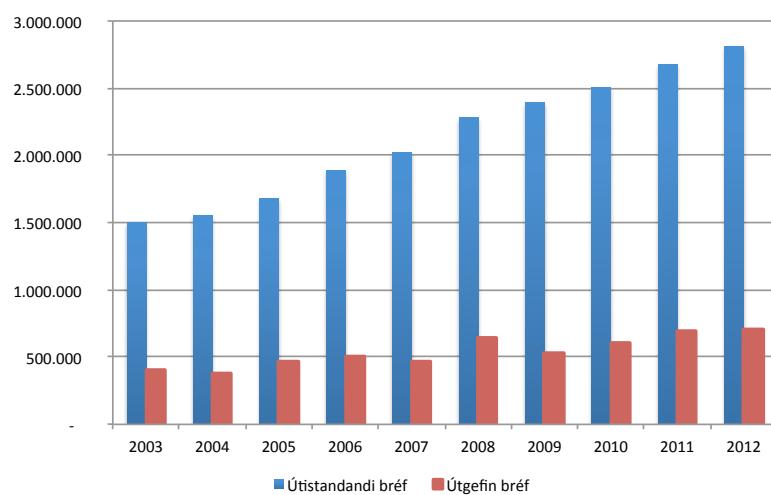
Í kjölfar lausafjárkreppunnar haustið 2008 kom í ljós að markaðir fyrir sértryggð skuldabréf stóðu talsvert betur að vígi en aðrir markaðir heildsölufjármagns. Þar sem bréfin eru áhættuminni fjárfesting en önnur verðbréf útgefin af bönkum jukust vinsældir þeirra með tilliti til fjárhagslegs öryggis. Bréfin hófu að njóta vinsælda hjá löndum víða um heim, en fyrir hrunið höfðu Evrópulönd nánast einokað útgáfu bréfanna. Þetta form auðveldar fjármálastofnunum aðgang að langtímafjármagni sem dregur úr lausafjárhættu og er því ákjósanlegur kostur fyrir margar fjármálastofnanir í dag (Beirne, o.fl., 2011).

5 Umfang nú og síðastliðin ár

Sértryggð skuldabréf hafa verið að dreifast víða um heim síðastliðin ár þar sem sífellt fleiri þjóðir eru að temja sér þetta láanafyrirkomulag. Að auki hefur umfang bréfanna farið ört vaxandi sem endurspeglar vinsældir þessarar fjármögnunarleiðar en hér á eftir verður rennt yfir þróun bréfanna síðasta áratuginn og stöðu þeirra í dag.

5.1 Þróun útgáfu 2003-2012

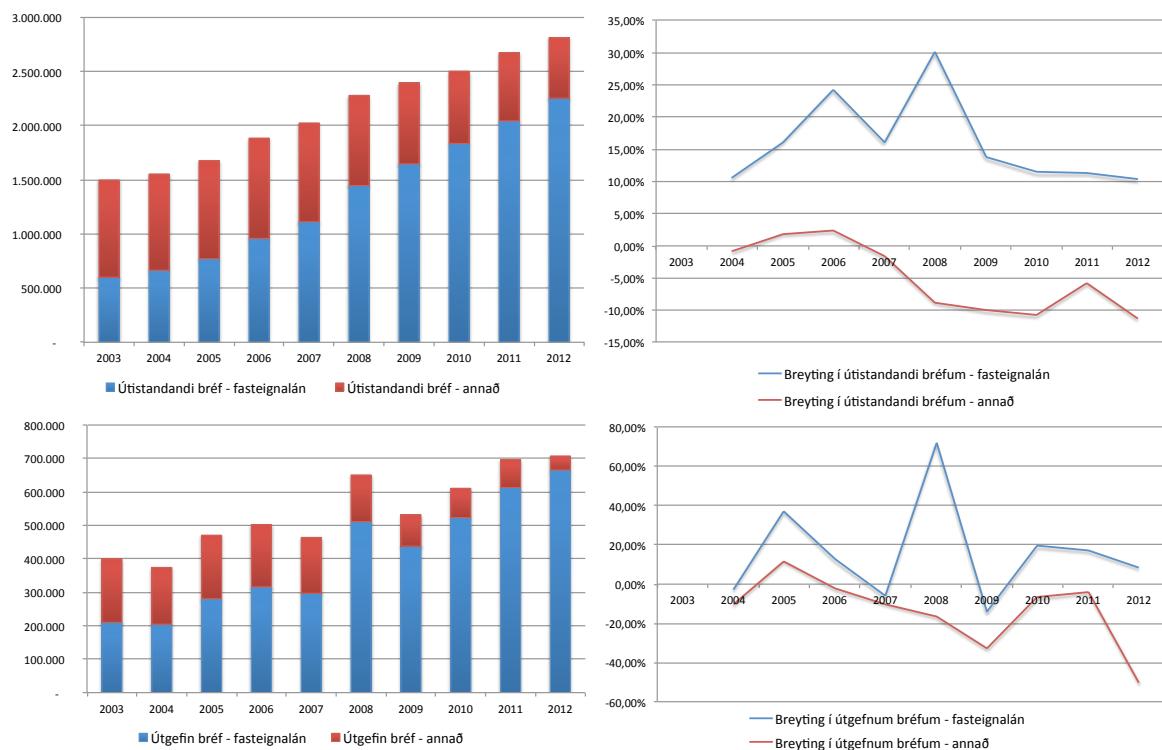
Markaður fyrir sértryggð skuldabréf hefur farið ört vaxandi undanfarin ár eins og sjá má á mynd 2.¹ Árið 2003 voru útistandandi bréf 1.498.479 milljónir evra en í lok árs 2012 voru þau orðin 2.813.411 milljónir evra sem er 87,75% aukning yfir tímabilið og meðalvöxtur var 7,29% á ári. Á sama tíma hefur útgáfa aukist um 76,95% eða úr 399.707 milljónum evra í 707.286 milljónir evra með 7,88% meðalvöxt á ári. Fjármálahrunið árið 2008 hefur ekki haft stórvægileg áhrif á útgáfu bréfanna og þó að útgáfa nýrra bréfa hafi dregist lítillega saman árið 2009 þá jókst hún að nýju árið 2010 og hefur farið vaxandi síðan.



Mynd 2. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa í milljónum EUR. Heimild: ECBC.

¹ Í ritgerðinni er stuðst við þau lönd sem skráð eru hjá European Covered Bond Council, ECBC. Stofnunin er með upplýsingar um yfir 95% af útistandandi bréfum á markaði og því er um ansi ítarlegar upplýsingar að ræða.

Á mynd 3 hefur útistandandi og útgefnum bréfum verið skipt eftir því hvort undirliggjandi veð er fasteignalán eða annars konar eign auk þess sem breyting milli ára er sýnd. Fram til ársins 2006 voru fasteignaveðlán útistandandi bréfa í minnihluta en hafa þó verið að aukast jafnt og þétt. Í lok árs 2012 voru önnur veð einungis um tæplega 25% af útistandandi bréfum og fasteignalánin því komin í mikinn meirihluta. Ef útgefin bréf eru aftur á móti skoðuð þá hafa fasteignaveðlánin verið í meirihluta öll þessi ár og farið ört vaxandi. Árið 2008 varð mikil aukning í útgefnum bréfum en dróst svo jafnhrað saman að nýju árið 2009 bæði í fasteignaveðlánum og öðrum veðum. Af þeim bréfum sem gefin voru út árið 2012 voru 94% þeirra með undirliggjandi veð í fasteignum samanborið við 53% árið 2003. Það er því ljóst að fasteignalán sem undirliggjandi veð hefur verið langalgengasta fyrirkomulag sértryggðra skuldabréfa síðastliðin ár og ekki er ólíklegt að sú þróun haldi áfram.



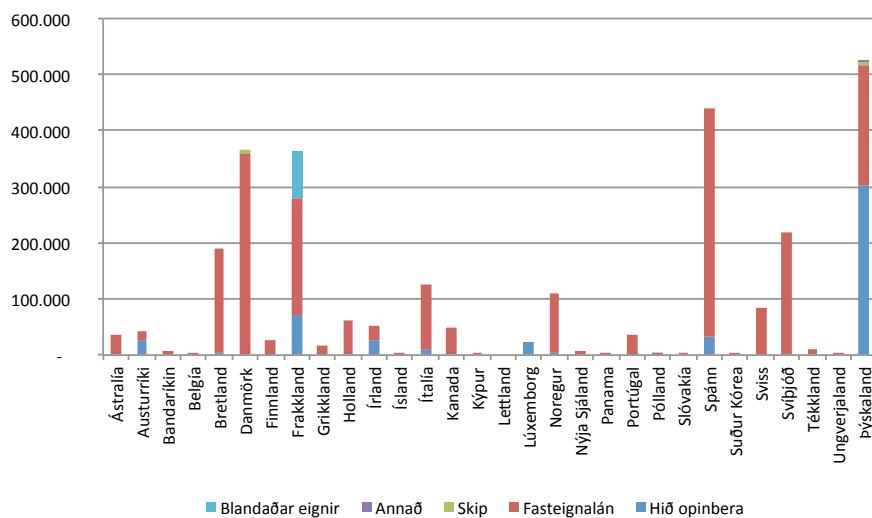
Mynd 3. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa, fasteignalán og önnur veð, auk breytinga milli ára í milljónum EUR. Heimild: ECBC.

Flest lönd hafa aukið við útgáfu bréfa milli ára og útistandandi bréf þeirra því farið vaxandi. Þó eru nokkur tilfelli þar sem útistandandi bréf hafa verið að dragast saman s.l. ár og á það sérstaklega við um Bandaríkin, Kýpur, Lettland og Þýskaland. Það getur þó ekki talist stórvægilegt enda einungis brot af þeim 29 löndum sem voru með

útistandandi bréf í lok árs 2012. Þau lönd sem hvað mest hafa verið að sækja í sig veðrið eru t.a.m. Ástralía sem hefur aukið útistandandi bréf um 1529% milli áranna 2011 og 2012 en árið 2011 var þeirra fyrsta útgáfuár. Á sama tíma jókst fjöldi útistandandi bréfa á Ítalíu um 98,7% og 84,38% á Nýja Sjálandi. Lönd utan Evrópu hafa því verið að auka umsvif sín á þessum markaði síðastliðin ár. Nánari upplýsingar um þróun útistandandi og útgefinna bréfa yfir tímabilið má finna í viðauka 1 en þar eru breytingar milli ára reiknaðar fyrir hvert land auk meðaltals.

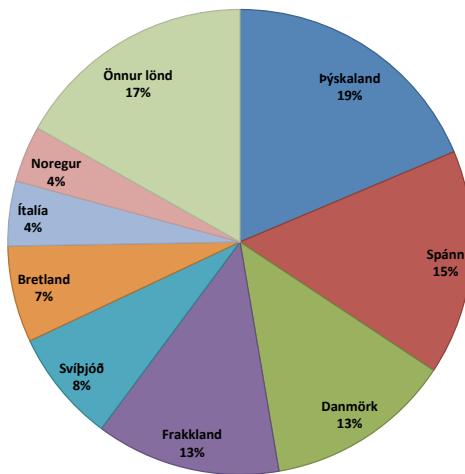
5.2 Staða í lok árs 2012

Á mynd 4 má sjá útistandandi bréf í lok árs 2012 eftir löndum þar sem undirliggjandi veðum er skipt í 5 flokka, fasteignalán, hið opinbera, skip, blandaðar eignir og annað. Fasteignalán eru í miklum meirihluta í öllum löndum nema Austurríki, Írlandi, Lúxemborg og Þýskalandi en þar eru skuldabréf með opinberum lánum algengari.



Mynd 4. Útistandandi sértryggð skuldabréf í lok árs 2012 í milljónum EUR, flokkuð eftir löndum og undirliggjandi veðum. Heimild: ECBC.

Þegar hlutfall útistandandi bréfa er skoðað eftir löndum í lok árs 2012 á mynd 5 má sjá að stærstu löndin eru öll innan Evrópu. Þótt útistandandi bréfum í Þýskalandi hafi fækkað um 10,43% milli áranna 2011 og 2012 og um 50,3% frá árinu 2003 þá er landið ennþá með stærstu hlutdeildina eða 19%. Þar á eftir koma Spánn, Danmörk og Frakkland með 15% og 13% hlutdeild.



Mynd 5. Útistandandi sértryggð skuldabréf í lok árs 2012, hlutdeild eftir löndum. Heimild: ECBC; eigin útreikningar.

Útistandandi bréf innan Evrópu eru 96,47% af heildinni og því 3,53% utan hennar. Það er því ljóst að útgáfa sértryggðra skuldabréfa er umfangsmest í Evrópa en lönd utan álfunnar hafa þó verið að sækja í sig veðrið undanfarin ár.

Fróðlegt getur verið að skoða breytingu milli ára, bæði í útistandandi bréfum og útgáfu eftir veðflokkum eins og sjá má í töflu 1. Þar er sýnd breytingin milli áranna 2011/2012 auk þess sem 2010/2011 er haft til hliðsjónar. Útistandandi bréf í lok árs 2012 voru 2.813.411 milljónir evra sem er aukning um 5,22% frá árinu á undan. Það er þó minni aukning en varð milli áranna 2010 og 2011 sem stafaði m.a. af aukinni fjármögnun frá seðlabönkum, aðgerðum banka til að lækkunar þekjuhlutfalls og samdrætti á eignamörkuðum (Eichert, 2013). Þá jókst útgáfa nýrra bréfa um 1,48% árið 2012 samanborið við 14,15% árið 2011. Allir veðflokkar nema fasteignalán hafa farið minnkandi en það er í takt við þá þróun sem rædd var hér að ofan.

Tafla 1. Breyting í útistandandi og útgefnum bréfum flokkað eftir undirliggjandi veðum. Heimild: ECBC og eigin útreikningar.

(í milljónum EUR)	Hið opinbera	Fasteignalán	Skip	Annað	Samtals	Breyting á milli ára
Útistandandi bréf 2010	653.022	1.835.691	14.527	-	2.503.240	
Útistandandi bréf 2011	616.551	2.044.555	12.640	-	2.673.746	6,81%
Útistandandi bréf 2012	543.977	2.255.357	13.571	506	2.813.411	5,22%
Útgáfa 2010	84.018	523.271	3.325	-	610.614	
Útgáfa 2011	82.711	613.262	1.016	-	696.989	14,15%
Útgáfa 2012	36.495	665.643	4.643	506	707.287	1,48%

Vinsældir sértryggðra skuldabréfa hafa aukist í löndum utan Evrópu. Mörg lönd hafa þróað sína eigin löggjöf og/eða ramma utan um útgáfu bréfanna auk þess sem fleiri eru með það í vinnslu. Þar á meðal eru Mongólía, Azerbajan, Kólombía, Kosta Ríka, Úrúgvæ, Perú, Chile, Brasilía, Indland, og Mexíkó (Hassler & Caris, 2013). Því er ljóst að umfang sértryggðra skuldabréfa í heiminum er langt frá því að hafa náð hámarki og gera má því ráð fyrir að útbreiðsla þeirra haldi áfram í framtíðinni.

6 Sértryggð skuldabréfaútgáfa á Íslandi og fjármögnun bankanna

Útgáfa sértryggðra skuldabréfa hefur takmarkast við íslensku bankana undanfarin ár og hafa þeir verið að nýta sér þetta lánaform í auknum mæli. Útgáfan er ein leið fjármögnunar sem íslensku viðskiptabankarnir geta stuðst við og einskorðast hún að miklu leyti við þetta lánaform í dag, að innlánnum undanskildum. Bankarnir standa nú í endurskipulagningu á eignum sínum og keppast við að ná vanskilum sínum niður í þeim tilgangi að byggja upp traust að nýju og því hentar útgáfa bréfanna þeim vel (Seðlabanki Íslands, 2012a).

6.1 Útgáfa síðustu ára og útistandandi bréf

Rétt fyrir fall íslensku bankanna árið 2008 voru lög um sértryggð skuldabréf samþykkt. Það var þó ekki fyrr en í lok árs 2011 sem sértryggð skuldabréf voru fyrst gefin út á grundvelli þessara laga. Fyrir hrun höfðu tveir bankar, Kaupþing² og Glitnir³, og nokkrar minni fjármálastofnanir gefið út sértryggð skuldabréf en þó í annarri mynd en gert er í dag. Þessi bréf voru í raun aðallega nýtt sem veð í endurhverfum viðskiptum við Seðlabanka Íslands og aðra viðskiptaaðila. Eigendur bréfanna töpuðu ekki fjárfestingum sínum þegar fjármálakerfið hrundi þó svo að útgefendurnir hafi farið í þrot. Kaupþing banki átti stærstu útgáfuna á þessum tíma sem samanstóð af fjórum flokkum sem dótturfélag bankans, KMIIF, tryggði. Samkomulag var gert við Arion banka í lok árs 2011 um að yfirtaka sértryggðu skuldabréfin og í kjölfarið var samþykkt tillaga að endurskipulagningu bréfanna en í henni fólst að Arion tók við sem útgefandi bréfanna og yfirtók í leiðinni KMIIF. Fyrir vikið féllu allar kröfur á hendur Kaupþingi niður en þær námu um 278 milljörðum króna. (Eiríkur Magnús Jansson & Kristín Erla Jónsdóttir, 2013; Kaupthing, 2012). Samkvæmt ársskýrslu Arion banka var útistandandi upphæð útgáfunnar sem bankinn tók yfir 119,8 milljarðar í lok árs 2012.

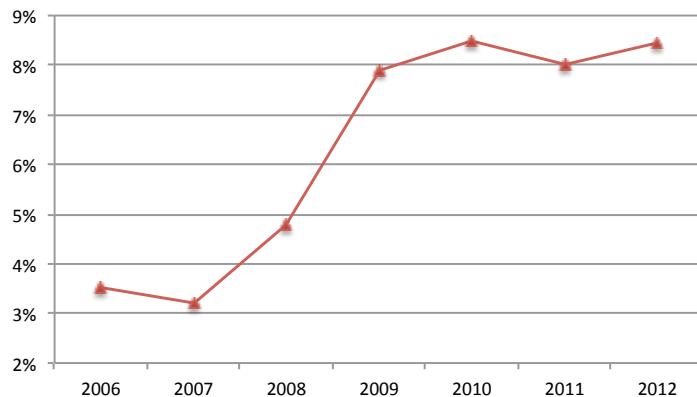
² Kaupþing sameinaðist Búnaðarbankanum og úr varð KB banki sem síðan breytti nafni sínu aftur í Kaupþing árið 2007. Arion banki var svo stofnaður á grunni KB banka í kjölfar efnahagshrunsins.

³ Glitnir er forveri Íslandsbanka sem var stofnaður í kjölfar hrunsins á grunni gamla bankans.

Í dag eru stóru viðskiptabankarnir þrír með níu flokka sem skráðir eru í íslensku kauphöllina, NASDAQ OMX Iceland. Bréfin eru ýmist verðtryggð eða óverðtryggð með föstum vöxtum og eru öll gefin út í íslenskum krónum. Íslandsbanki var fyrsti bankinn sem hóf að gefa út sértryggð skuldabréf eftir hrún og skráð eru í íslensku kauphöllina (Íslandsbanki, 2012a). Hinir bankarnir fylgdu þó fljótlega í kjölfarið en Arion banki (á.á) gaf út sinn fyrsta flokk einungis rúmum tveimur mánuðum seinna.

Íslandsbanki (á.á.a) er í dag með stærstu útgáfuna eða rúmlega tvöfalt hærri upphæð útistandandi en Arion banki sem er næststærstur. Þar sem útgáfa sértryggðra skuldabréfa er enn tiltölulega ný á Íslandi þá er Arion banki eini bankinn sem hefur hlotið lánshæfismat á sín bréf en Reitun (2013) vann matið fyrir bankann.

Á mynd 6 má sjá sértryggð skuldabréf sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) frá árinu 2006. Um er að ræða útistandandi bréf á hverju ári sem samanstandur af eldri og nýrri útgáfum bréfa. Þróunin hefur verið jákvæð m.t.t. VLF og í lok árs 2012 var hlutfallið 8,45%.



Mynd 6. Hlutfall sértryggðra skuldabréfa af VLF á Íslandi. Heimild: ECBC, Eurostat; eigin útreikningar.

6.1.1 Íslandsbanki

Íslandsbanki (á.á.b) hefur sett upp fjármögnunarraðma fyrir sértryggð skuldabréf að upphæð kr. 100 milljarðar og stefnir bankinn að því að gefa út 10 milljarða árlega. Bankinn er nú með fimm útgáfuflokka sértryggðra skuldabréfa skráða í íslensku kauphöllina og eru þrír þeirra verðtryggðir en tveir óverðtryggðir. Í lok árs 2011 gaf bankinn út verðtryggðan flokk, ISLA CBI 16, sem nú standur í 4 milljörðum með 3,5% vexti til 5 ára. Bankinn gaf svo út tvær verðtryggðar útgáfur í mars 2012; önnur er til 7 ára og hin til 12 ára. Fyrst ber að nefna ISLA CBI 19 með 2,84% vöxtum en flokkurinn

hefur verið stækkaður sex sinnum frá útgáfu og stendur nú í 6,3 milljörðum með ávöxtunarkröfu við útgáfu á bilinu 2,4% -2,9%. Síðari útgáfan er svo ISLA CBI 24 með 3,45% vexti en hún hefur einnig verið stækkuð sex sinnum og er með ávöxtunarkröfu frá 2,75% til 3,48%. Hún stendur núna í 8,09 milljörðum.

Það var svo í október 2012 sem bankinn gaf út sína fyrstu óverðtryggðu útgáfu sértryggðra skuldabréfa, ISLA CB 15 til þess að svara eftirspurn almennings eftir óverðtryggðum fasteignalánum (Íslandsbanki, 2012b). Um er að ræða 3 ára bréf með 6,4% vöxtum og var upphaflega ávöxtunarkrafan 6,5% en líkt og fyrri tvær útgáfur hefur þessi einnig verið stækkuð, þó einungis tvisvar sinnum. Útistandandi fjárhæð flokksins er nú 2,52 milljarðar með ávöxtunarkröfu á bilinu 6,3%-6,5%. Ári seinna, í lok október 2013, gaf bankinn svo út nýjustu útgáfu sína, 1,7 milljarða, en það eru einnig óverðtryggð bréf til 3 ára með 6,25% vöxtum sem ber heitið ISLA CB 16. Bankinn hefur því gefið út sértryggð skuldabréf fyrir samtals 23,16 milljarða og hefur almennt verið umfram eftirspurn eftir bréfunum við útgáfu líkt og ávöxtunarkrafa þeirra segir til um. Í töflu 2 og 3 má sjá bæði verðtryggða og óverðtryggða útgáfu Íslandsbanka og ávöxtunarkröfur þeirra.

Tafla 2. Verðtryggð útgáfa Íslandsbanka á sértryggðum skuldabréfum. Heimild: Íslandsbanki.

Dagsetning útgáfu	ISLA CBI 16 (3,5% vextir)	Ávöxtunar-krafa	ISLA CBI 19 (2,84% vextir)	Ávöxtunar-krafa	ISLA CBI 24 (3,45% vextir)	Ávöxtunar-krafa
7.12.2011	4.000.000.000	3,50%				
5.3.2012			1.830.000.000	2,84%	1.500.000.000	3,45%
4.5.2012			630.000.000	2,90%	850.000.000	3,48%
12.11.2012			400.000.000	2,80%	950.000.000	3,20%
13.12.2012			610.000.000	2,72%	1.410.000.000	3,13%
7.3.2013			830.000.000	2,35%	740.000.000	2,72%
6.6.2013			270.000.000	2,75%	1.010.000.000	3,00%
5.9.2013			1.460.000.000	2,40%	1.630.000.000	2,75%
Samtals	4.000.000.000		6.030.000.000		8.090.000.000	

Tafla 3. Óverðtryggð útgáfa Íslandsbanka á sértryggðum skuldabréfum. Heimild: Íslandsbanki.

Dagsetning útgáfu	ISLA CB 15 (6,4% vextir)	Ávöxtunar-krafa	ISLA CB 16 (6,25% vextir)	Ávöxtunar-krafa
18.10.2012	1.240.000.000	6,50%		
6.3.2013	500.000.000	6,30%		
3.5.2013	780.000.000	6,30%		
22.10.2013			1.700.000.000	6,35%
Samtals	2.520.000.000		1.700.000.000	

Íslandsbanki (2013) gaf út skýrslu um tryggingasafn sitt þann 30.9.2013 og þá var heildarupphæð safnsins 27,65 milljarðar og umfram þekja því 22,72%. Fjöldi fasteignalána í safni var 2.207 og vegið meðaltal veðsetningar eignanna var 51,08%.

6.1.2 Arion banki

Arion banki (2011) fékk leyfi í upphafi fyrir 10 milljarða útgáfu frá FME hinn 25. nóvember 2011 og gaf fyrst út sértryggð skuldabréf þann 22. febrúar 2012 og skráð eru í íslensku kauphöllina. Um er að ræða verðtryggðan flokk, Arion CBI 34, til 22 ára og er útistandandi upphæð hans 2,5 milljarðar með 3,6% vöxtum og ávöxtunarkröfu. Bankinn var svo fyrstur til að gefa út flokk óverðtryggðra sértryggðra skuldabréfa í maí 2012 að nafnvirði 1,32 milljarðar á 6,5% vöxtum með 6,7% kröfu. Þessi flokkur er til 3 ára og hefur hann verið stækkaður tvisvar sinnum. Hann stendur nú í 4,34 milljörðum með kröfur á bilinu 6,45%-6,7%. Í júlí 2013 gaf bankinn svo út nýjan flokk verðtryggðra bréfa til 6 ára með 2,5% vöxtum. Alls voru sold bréf fyrir 3 milljarða á ávöxtunarkröfunni 2,84%. Bankinn hefur því gefið út sértryggð skuldabréf fyrir 9,84 milljarða í þremur flokkum en yfirlit yfir útgáfur og kröfu þeirra má sjá í töflu 4.

Tafla 4. Útgáfa Arion banka á sértryggðum skuldabréfum, verðtryggðum og óverðtryggðum. Heimild: Arion banki.

Dagsetning útgáfu	Arion CBI 34 verðtryggt (3,6% vextir)	Ávöxtunar-krafa	Arion CB 15 óverðtryggt (6,5% vextir)	Ávöxtunar-krafa	Arion CBI 19 verðtryggt (2,5% vextir)	Ávöxtunar-krafa
22.2.2012	2.500.000.000	3,60%				
21.5.2012			1.320.000.000	6,70%		
29.6.2012			1.200.000.000	6,45%		
21.1.2013			1.820.000.000	6,50%		
6.7.2013					3.000.000.000	2,84%
Samtals	2.500.000.000		4.340.000.000		3.000.000.000	

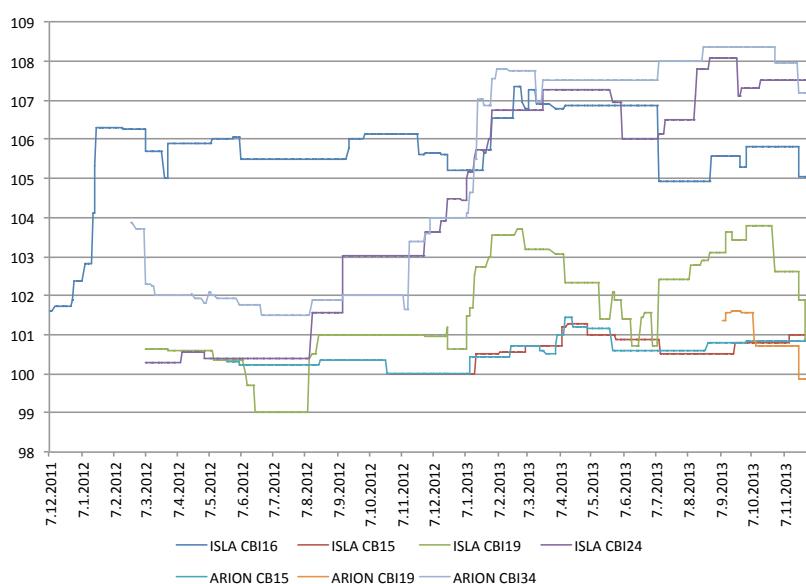
Arion banki (2013a) gaf út skýrslu um sitt tryggingasafn í september 2013 þar sem fram kemur að heildarupphæð safnsins nemi 12,7 milljörðum. Fjöldi lána í safninu var 1.070 og einungis er um fasteignalán að ræða. Vegið meðaltal veðsetningar í safninu var 64,6% og hún því talsvert hærri en hjá Íslandsbanka. Umfram þekja safnsins var 26,5% ef miðað var við nafnvirði undirliggjandi eigna (Arion banki, 2013b). Reitun (2013) vann lánshæfismat fyrir Arion á sértryggðum skuldabréfum bankans í júlí 2013 og hlutu þau einkunnina A. Bréf bankans halda sömu einkunn milli ára en matið er byggt á áhættu tryggingasafnsins og lánshæfismati bankans sem er B+ og var uppfært á sama tíma. Í greiningu Reitunar kemur fram að bankinn hefur sterka eiginfjár- og lausafjárstöðu og er því vel í stakk búinn til að takast á við áföll. Að auki er tryggingasafnið talið sterkt og því eru líkur á væntum endurheimtum taldar góðar.

6.1.3 Landsbankinn

Fjármálaeftirlitið veitti Landsbankanum leyfi þann 29. apríl 2013 til útgáfu sértryggðra skuldabréfa og takmarkast það í upphafi við 10 milljarða króna útgáfu. Útgáfurammi bankans er 100 milljarðar (Landsbankinn, á.á.b). Landsbankinn (2013) er nýgræðingur þegar kemur að útgáfu sértryggðra skuldabréfa en fyrsta og eina útgáfa bankans var í lok október 2013. Bankinn gaf þá út óverðtryggð bréf fyrir 1,22 milljarða á 6,3% vöxtum. Flokkurinn ber heitið LBANK CB 16 og er til 3 ára. Heildarstaða tryggingasafns bankans er 1,47 milljarðar samkvæmt skýrslu sem gefin var út um safnið hinn 10. september 2013. Þar kemur einnig fram að fjöldi lána er 84 og vegið meðaltal veðsetningar er 54%. Umfram þekja safnsins er 22,9% og því í takt við hina bankana two.

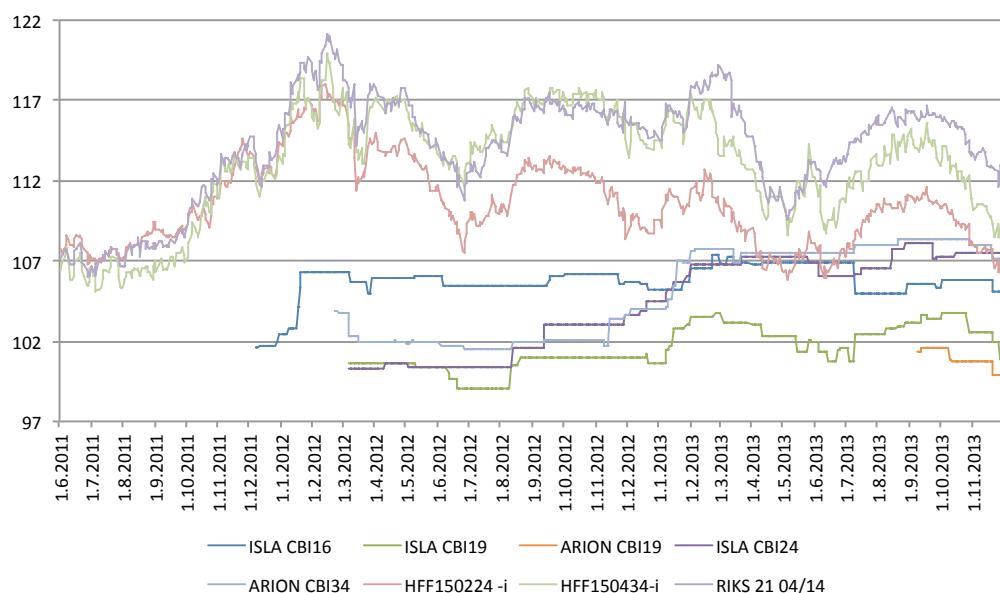
6.1.4 Þróun á verði bréfanna frá útgáfu

Forvitnilegt er að skoða þróun á verði þeirra sértryggðra skuldabréfa sem bankarnir hafa verið að gefa út upp á síðkastið. Við úttektina voru skoðaðir sjö af þeim níu útgáuflokkum sem bankarnir hafa gefið út en ISLA CB16 og LBANK CB16 var sleppt þar sem engar verðbreytingar hafa verið á þeim frá útgáfu enda mjög nýir flokkar. Fyrsta útgáfa flokkanna var almennt á eða undir pari og hefur í öllum tilfellum nema einu farið hækkandi með tímanum, mismikið þó, eins og sjá má á mynd 7. Útgáuflokkurinn ARION CBI 19 hefur lækkað í verði eftir að hann var fyrst gefinn út í september 2013 en hafa skal í huga að lítil reynsla er komin á þennan flokk í samanburði við hina.



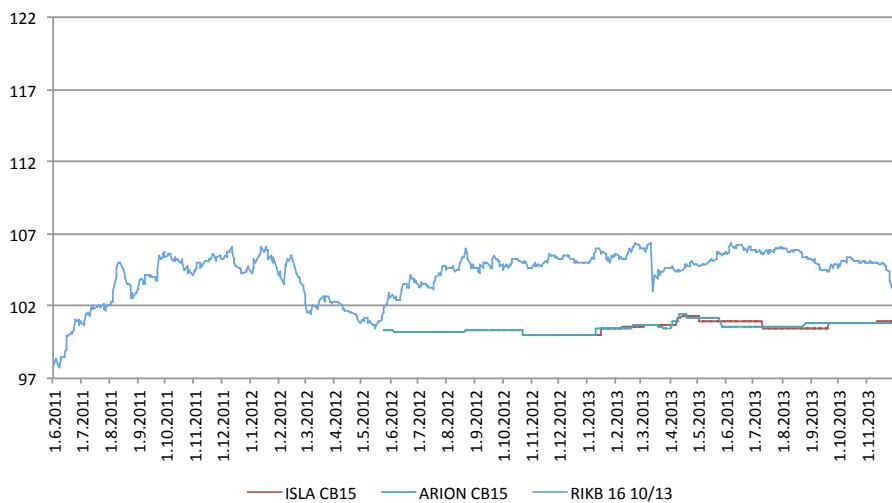
Mynd 7. Þróun á verði útgefinna sértryggðra skuldabréfa bankanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic.

Á myndum 8 og 9 er búið að skipta útgáuflokkunum eftir því hvort þeir eru verðtryggðir eða óverðtryggðir og verðþróun þeirra er sett upp ásamt þróun á verði sambærilegra, ríkistryggðra skuldabréfa. Verð lengri útgáuflokkanna er almennt hærra heldur en þeirra styrttri og gefur til kynna að eftirspurn fjárfesta eftir þeim sé heldur meiri en eftir styrttri flokkunum. Útgáfurnar hafa svo verið að nálgast verð ríkistryggðu skuldabréfanna með tímanum og þá sérstaklega lengri útgáfurnar, með lokadag 2024 og 2034, sem hafa nú náð HFF bréfunum í verði. Hækkandi verð gefur til kynna að eftirspurn eftir bréfunum sé almennt að aukast og ávöxtunarkrafan að lækka.



Mynd 8. Þróun á verði verðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og skuldabréfa með ríkisábyrgð. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

Einungis tveir óverðtryggðir útgáuflokkar bankanna eru með nægileg gögn til þess að hægt sé að skoða þróun á verði þeirra frá útgáfu. Á mynd 9 eru þessi flokkar settir upp í samræmi við RIKB 16, óverðtryggt ríkisskuldabréf sem ber 6% vexti og kemst næst því að vera sambærilegt útgáfum bankanna. Verðsveiflur óverðtryggðu bréfanna eru talsvert minni en hjá þeim verðtryggðu og hafa útgáfur bankanna haldist nokkuð stöðugar í verði frá útgáfu þeirra.



Mynd 9. Próun á verði óverðtryggðra sértryggðra skuldabréfa og ríkisskuldabréfs. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

Í töflu 5 hefur svo verið tekin saman árleg ávöxtun og staðalfrávik útgáfuflokkanna frá útgáfudegi þeirra. Þessar tölur eru oft og tíðum talsvert ólíkar og ber t.a.m. ISLA CBI 24 flokkurinn 4,3% árlega ávöxtun á meðan aðrir flokkar eru með árlega ávöxtun á bilinu 0,19%-1,90%. Enda þótt flokkurinn sé með mestu árlegu ávöxtunina þá er hún ekki með hæsta staðalfrávikið og hann því ekki talinn áhættusamari en aðrir í ljósi þess. Aftur á móti er ISLA CBI 19 með talsvert hátt staðalfrávik miðað við þá litlu, árlegu ávöxtun sem hann hefur. Lægri vextir flokksins gætu valdið þessu að einhverju leyti, sem endurspeglast í minni eftirspurn eftir bréfunum. Útgáfan ARION CBI 19 er með fremur ómarktækar tölur sökum takmarkaðra gagna líkt og áður hefur komið fram og því sleppt í þessum samanburði. Óverðtryggðu flokkarnir eru samkvæmt útreikningunum áhættuminnstir í ljósi þess hve lágt staðalfrávik þeirra er. Samhliða því eru þeir jafnframt almennt með lægstu ávöxtunina í samanburði við aðra flokka.

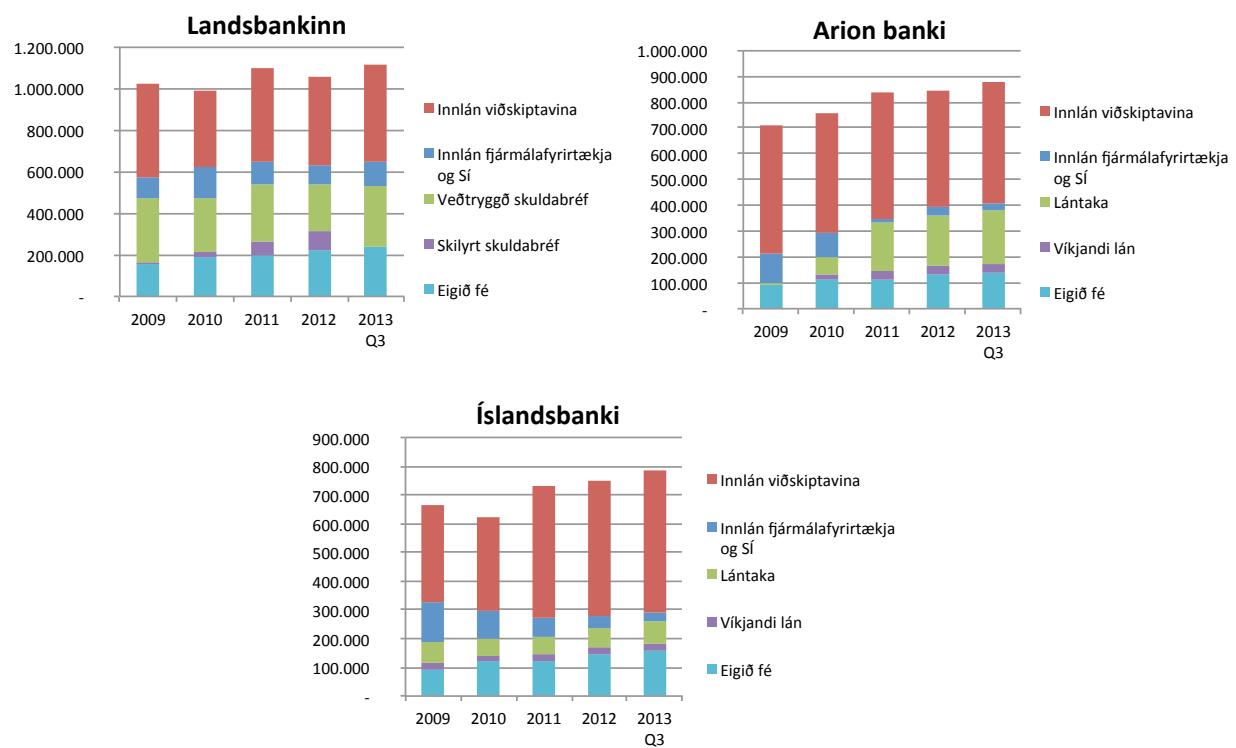
Tafla 5. Árleg söguleg ávöxtun og staðalfrávik sértryggðra skuldabréfa bankanna frá útgáfudegi. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

	Árleg ávöxtun	Árlegt staðalfrávik	Útgáfudagur	Lokagjalddagi	Vextir
Óverðtryggð bréf					
ARION CB15	0,3787%	0,8737%	21.5.2012	16.5.2015	6,50%
ISLA CB15	0,9636%	0,9364%	25.10.2012	25.10.2015	6,40%
Verðtryggð bréf					
ISLA CBI16	1,7917%	2,5932%	12.7.2011	12.7.2016	3,50%
ISLA CBI19	0,1900%	3,0304%	7.3.2012	7.3.2019	2,84%
ARION CBI19	-6,3341%	0,1477%	9.9.2013	12.7.2019	2,50%
ISLA CBI24	4,3130%	2,2348%	7.3.2012	7.3.2024	3,45%
ARION CBI34	1,9032%	2,5460%	22.2.2012	21.2.1934	3,60%

Hafa ber í huga að flokkarnir eru allir tiltölulega nýir og því ekki um langt tímabil að ræða sem hægt er að nýta við útreikningana. Þessar upplýsingar ættu þó að varpa einhverju ljósi á eftirspurn, ávöxtunarmöguleika og sveiflur í verði bréfanna.

6.2 Fjármagnsskipan bankanna

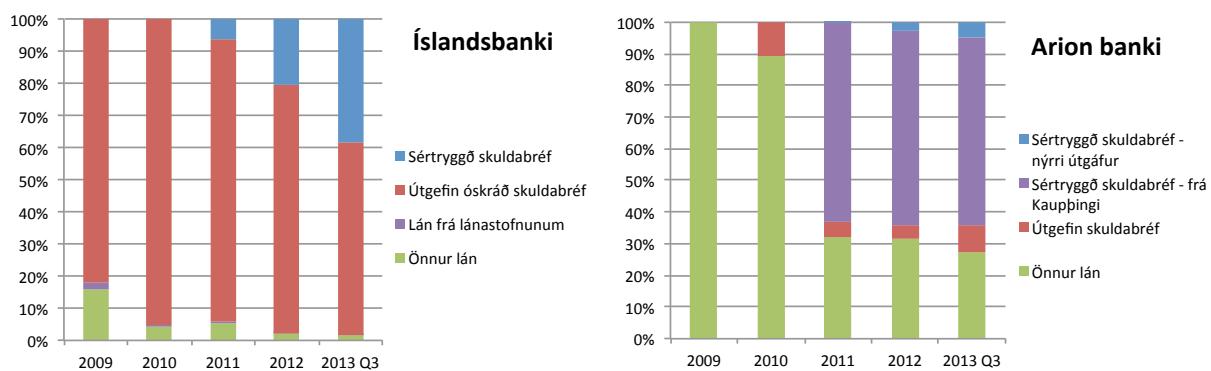
Fjármagnsskipan bankanna hefur haldist mjög svipuð eftir hrun þó að hlutdeild einstakra liða hafi breyst lítillega. Bankarnir eru í dag að verulegu leyti fjármagnaðir með innlánum eins og sjá má á mynd 10 þar sem hlutfall innlána af heildarfjármögnun bankanna var á bilinu 52-67% í lok september 2013. Aðrir liðir, eigið fé, víkjandi lán og lántaka eða verðtryggð skuldabréf, skipta svo með sér því sem eftir stendur.



Mynd 10. Fjármögnun stóru viðskiptabankanna í milljónum ISK. Heimild: Ársskýrslur bankanna.

Í kjölfar efnahagsþrenginganna er ekki óeðlilegt að bankarnir þurfi að treysta í miklum mæli á fjármögnun í formi innlána. Takmarkaður aðgangur er að erlendum fjármálamörkuðum sem hamrar þeim að sækja sér fjármagn að utan auk þess sem íslenskur markaður á enn langt í land með að endurheimta fyrra traust (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010a). Í því samhengi hentar útgáfa sértryggðra skuldabréfa vel með öruggt eignasafn að tryggingu.

Ef fjármagnsskipan er brotin enn frekar niður má sjá þá stöðu sem sértryggð skuldabréf skipa hjá bönkunum. Á mynd 11 er lántöku Íslandsbanka og Arion banka skipt niður eftir flokkum og má þar sjá hvernig umfang sértryggðra skuldabréfa hefur verið að aukast s.l. 3 ár. Útgáfa Landsbankans er enn tiltölulega ný og nemur einungis 0,1% af heildarfjármögnum bankans og er honum því sleppt í þessari umfjöllun. Íslandsbanki hefur verið ötull að gefa út sértryggð skuldabréf og hefur útgáfa t.a.m. sjöfaldast frá árinu 2011.



Mynd 11. Hlutfall undirliða lántöku hjá Íslandsbanka og Arion banka. Heimild: Ársskýrslur bankanna.

Þó svo að Arion banki sé í raun með töluvert hærri útistandandi upphæð í sértryggðum skuldabréfum en hinir bankarnir þá er um að ræða eldri útgáfu Kaupþings fyrir hrún sem Arion banki tók yfir árið 2011. Nýjar útgáfur, gefnar út eftir hrún, eru talsvert umfangsminni en jukust þó um 93% milli áranna 2012 og 2013.

Hlutfall sértryggðra skuldabréfa af heildarfjármögnum allra viðskiptabankanna þriggja má svo sjá í töflu 6, bæði eldri útgáfur Kaupþings og svo nýjar útgáfur, frá 2011. Hægt og bítandi eykst hlutdeild þessa lánaforms en hafa ber í huga að einungis er um 3 ára tímabil að ræða og verður 1,49% að teljast gott í ljósi þess hve ný bréfin eru.

Tafla 6. Hlutfall sértryggðra skuldabréfa af heildarfjármögnum stóru viðskiptabankanna. Heimild: Ársreikningar bankanna; eigin útreikningar.

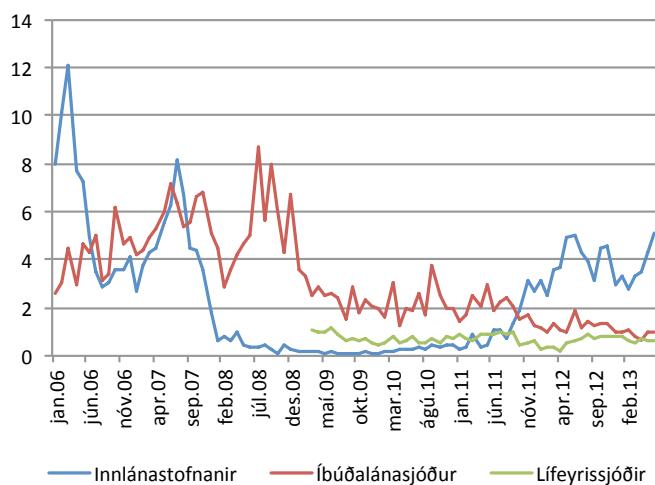
Hlutfall af heildarfjármögnum	2011	2012	2013Q3
Sértryggð skuldabréf	4,562%	5,248%	5,873%
Sértryggðra skuldabréf, nýjar útgáfur	0,144%	0,715%	1,491%

Þegar fjármagnsskipan fjármálafyrirtækja er skoðuð er mikilvægt að kanna stöðu eigin fjár. Eigið fé er í rauninni vörn gegn tapi fyrirtækis þar sem sterkt eiginfjárlutfall eykur stöðugleika og lágmarkar áhættu rekstursins (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010b).

Þegar eiginfjárlutfall stóru viðskiptabankanna þriggja er skoðað í ársreikningum er ljóst að þeir standa nokkuð vel að vígi. Í lok árs 2012 var hlutfall Arion banka 24,3%, Íslandsbanka 25,5% og 25,1% hjá Landsbankanum. Samkvæmt reglum FME um eiginfjárkröfur og áhættugrunn fjármálafyrirtækja nr. 215/2007 skal áhættuveginn eiginfjárgrunnur fjármálafyrirtækis ávallt vera að lágmarki 8%. Ljóst er að bankarnir þrír eru allir vel yfir lágmarkinu og hafa eiginfjárlutföll bankanna aldrei verið jafn há og nú (Seðlabanki Íslands, 2013). Staða eigin fjár er þ.a.l. talsvert frá því að takmarka áframhaldandi skuldsetningu bankanna og þ.m.t. útgáfu sértryggðra skuldabréfa eins og staðan er í dag. Í viðauka 2 má finna brot úr efnahagsreikningum viðskiptabankanna þriggja þar sem þróun fjármagnsskipunar er sýnd frá árinu 2009.

7 Fyrirkomulag íslensks fasteignalánamarkaðar

Íbúðalán á íslenskum markaði eru veitt af þremur aðilum, Íbúðalánaþjóði (ÍLS), fjármálfyrirtækjum og lífeyrissjóðum. Íbúðalánaþjóður var stærsti lánveitandinn allt til ársins 2004 þegar bankarnir fóru að auka hlut sinn. Í kjölfar hrunsins 2008 dróst framboð lánsfjár verulega saman hjá bönkunum og það var fyrst núna nýlega sem þeir hófu að lána að nýju (Velferðarráðuneytið, 2013a). Mynd 12 sýnir fjárhæð nýrra útlána sem gefin eru út af lánastofnunum frá árinu 2006 en þar má sjá að lánsfjárhæðir Íbúðalánaþjóðs hafa farið dvíndandi allt frá miðju ári 2008. Bankarnir fóru fram úr Íbúðalánaþjóði í október 2011 eftir nokkurra ára dvala auk þess sem lífeyrissjóðirnir fylgja fast á hæla sjóðsins og fóru fram úr bönkunum á tímabili.



Mynd 12. Heildarfjárhæð nýrra útlána eftir lánastofnunum í milljörðum ISK. Heimild: Seðlabanki Íslands (á.á.a).

Í tímans rás hafa lánveitendur stuðst við margvísleg lánatíp til þess að fjármagna útlán sín og farið verður sérstaklega yfir þessar þjárför lánastofnanir og lánafyrirkomulag þeirra skoðað auk fjármögnum.

7.1 Íbúðalánaþjóður og forverar hans

Íbúðalánaþjóður var stofnaður árið 1999 í þeirri mynd sem hann er í dag. Fyrir þann tíma var starfrækt Húsnæðismálstofnun ríkisins, Byggingarsjóður ríkisins og Byggingarsjóður verkamanna sem runnu svo saman í eitt. Hlutverk sjóðsins, sem er sjálfstæð stofnun í

ríkiseigu, er að veita einstaklingum, sveitarfélögum, félögum og félagasamtökum lán til húsnæðiskaupa (Arnar I. Jónsson, 2011).

Húsnæðismálastofnun var stofnuð árið 1955 en það var ekki fyrr en 1957 sem stofnunin tók til starfa og fékk almennilegt vægi, þó að lánveitingar hafi ekki verið í sérstaklega miklum mæli. Eftir að verðbólga jókst verulega á miðjum áttunda áratugnum var sett full verðtrygging á langar og meðallangar fjárskuldbindingar á Íslandi árið 1979 með setningu Ólafslaganna. Nokkrum árum áður var lífeyrissjóðakerfi sett á laggirnar hérlendis en sjóðirnir komu talsvert að fjármögnun Húsnæðismálastofnunar með kaupum á skuldabréfum. Vorið 1980 voru samþykkt ný heildarlög um rekstur stofnunarinnar og í leiðinni var nafn hennar stytt í Húsnæðisstofnun. Samkvæmt nýjum lögum var enn veruleg áhersla lögð á félagslegar íbúðir (Jón Rúnar Sveinsson, 2013).

Stofnunin færðist svo upp á nýjan stall sem fasteignalánastofnun við lagasetningu árið 1986 enda var talsverð hækjun á útlánum sem veitt voru til kaupa á eldra húsnæði. Þetta kerfi sprengdi fljótlega utan af sér og náði ekki að anna eftirspurn eftir lánum. Nýju umdeildu kerfi var þá komið á, svokölluðu húsbréfakerfi, en í því fólst að seljendur eigna fengu í hendurnar húsbréf í stað peninga og þurftu svo sjálfir að koma bréfunum í verð á fjármagnsmarkaði. Þessi bréf voru innkallanleg og árið 1990 var kerfið orðið öllum aðgengilegt. Samhliða þessu var komið á niðurgreiðslukerfi, vaxtabótakerfi, sem veitti rétt til tekjutengdrar endurgreiðslu á hluta kostnaðar vegna vaxta og verðbóta. Allt frá setningu laganna 1986 og upptöku húsbréfakerfisins fóru áhyggjur vegna síaukinna ríkisframlaga vaxandi og allt stefndi í gjaldþrot stofnunarinnar innan nokkurra ára. Lausnin á þessu voru umtalsverðar vaxtahækkanir. Ný lög um húsnæðismál voru samþykkt í maí 1998 og árið eftir var Íbúðaláanasjóður stofnaður (Jón Rúnar Sveinsson, 2013).

Viðbótarlánakerfi var tekið upp í kjölfar lagabreytinganna sem gerði almenningi kleift að sækja um viðbóarlán og hækkaði því veðsetning eigna upp í hámark 90%. Þessi lán fjármagnaði sjóðurinn með útgáfu húsnæðisbréfa sem ekki voru uppgreiðanleg. Kerfið lagðist af árið 2004 en þá bauðst öllum lántökum ÍLS 90% veðsetning. Almenn lán Íbúðaláanasjóðs og Húsnæðisstofnunar voru fjármögnuð með útgáfu húsbréfa allt til ársins 2004. (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðaláanasjóð o.fl., 2013a).

Eftir að fjármögnun með útgáfu húsbréfa hætti hóf ÍLS að gefa út íbúðabréf á verðbréfamarkaði með föstum vöxtum til þess að fjármagna útlán sín. Þessi bréf eru til mismunandi langs tíma auk þess sem þau eru verðtryggð og óuppgreiðanleg. Jafnframt á ÍLS um 60 milljarða útistandandi í húsbréfum og húsnæðisbréfum (Velferðarráðuneytið, 2013a). Í töflu 7 má sjá yfirlit yfir skuldir og eigið fé ÍLS í lok júní 2013 en útistandandi verðbréfaútgáfa var þá rúmir 848 milljarðar. Eigið fé stóð þá í 11 milljörðum sem gefur eiginfjárlutfall upp á 2,5% sem er talsvert lægra en markmið sjóðsins.

Tafla 7. Fjármögnun, skuldir og eigið fé, auk eiginfjárlutfalls íbúðalánaþjóðs í lok júní 2013. Heimild: Íbúðalánaþjóður.

Í þúsundum ISK	30.6.2013
Skuldir	
Verðbréfaútgáfa	848.082.545
Önnur lántaka	4.788.840
Aðrar skuldir	7.006.764
Samtals	859.878.149
Eigið fé	11.720.856
Skuldir og eigið fé	871.599.005
Eiginfjárlutfall	2,50%
Markmið	5%

Staða sjóðsins er slæm í dag og hefur hann mjög verið gagnrýndur fyrir vikið. Ýmsar hugmyndir og tillögur hafa verið settar fram varðandi breytingar á fyrirkomulagi hans. Í kafla 9 verður farið sérstaklega yfir þessar hugmyndir.

7.2 Bankarnir

Í kjölfar einkavæðingar bankanna um aldamótin síðustu varð mikil gróska í fjármálageiranum sem varð til þess að bankarnir kepptust við að stækka umfang sitt og leita á ný mið. Fyrir þann tíma höfðu bankarnir veitt fasteignalán í mjög litlum mæli en þá einungis á veðrétti eftir Íbúðalánaþjóði og lífeyrissjóðunum. Þetta voru almennt óhægstað lán og því ekki mjög vinsæl. Fyrstu merki um áhuga bankanna að auka umsvif sín á fasteignalánamarkaði sáust í lok árs 2003 þegar fréttir fóru að berast frá þeim um fyrirhugaðar lánveitingar í erlendri mynt til fasteignakaupa. Þessi lán náðu þó ekki þeim vinsældum sem vonast var eftir og brugðu þá bankarnir á það ráð að bjóða upp á lán með frestun á upphafi greiðslna svo greiðslubyrði var engin fyrstu árin. Segja má að

þetta hafi verið aðdragandi þeirra gengislána sem margir lento í erfiðleikum með í kjölfar hrunsins (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl., 2013b).

KB banki reið á vaðið þann 23. ágúst 2004 með íbúðaveðlán sem áttu eftir að ná miklum vinsældum og aðrir bankar fylgdu í kjölfarið með sömu kjör til þess að heltast ekki úr lestinni (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl., 2013b). Stóru bankarnir þrír Glitnir, Kaupþing og Landsbanki Íslands⁴ buðu upp á fasteignalán sem ýmist voru verðtryggð eða óverðtryggð, með föstum eða breytilegum vöxtum. Hingað til höfðu einungis verið í boði verðtryggð lán með föstum vöxtum og að auki buðu bankarnir talsvert betri lánskjör en þekktist hjá ÍLS. Einnig bauðst viðskiptavinum að taka lán í erlendum gjaldmiðli og gengistryggð lán en seinna kom í ljós að gengistryggðu lánin voru ólögmæt. Í fyrstu buðu bankarnir upp á 80% veðhlutfall á meðan ÍLS bauð á bilinu 65-70% af verðmæti eignarinnar. Í lok árs 2004 hækkaði Íbúðalánasjóður hlutfallið upp í 90% og í kjölfarið svöruðu bankarnir með því að hækka sitt upp i 100%. Gjaldeyrislánin nutu mikilla vinsælda og í lok árs 2008 voru um 15% útistandandi lána til einstaklinga í erlendri mynt á meðan verðtryggð lán voru um 73% (Sveinn Agnarsson & Sigurður Jóhannesson, 2011). Á þessum tíma fjármögnuðu bankarnir sig að miklu leyti með erlendu fjármagni og voru þetta almennt skuldabréfaútgáfur til 3-5 ára.

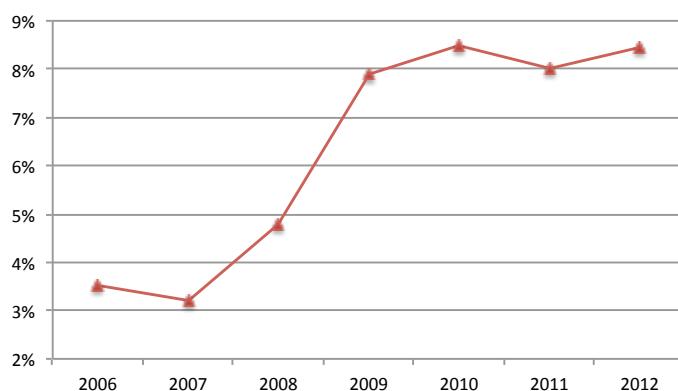
Til að byrja með sóttu bankarnir fjármagn á evrópskan markað en þegar aðgengi að honum takmarkaðist þá fóru bankarnir að færa sig yfir á þann bandaríksa. Greiður aðgangur þeirra að bandaríksa markaðnum var mikið til vegna skuldabréfavafninga en hátt lánshæfismat bankanna gerði íslensk skuldabréf eftirsóknarverð þar sem þau þóttu ódýr (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010c).

Í kjölfar falls bankanna, haustið 2008, hættu bankarnir að mestu að lána fyrir nýjum fasteignalánum og Íbúðalánasjóður tók við keflinu að nýju. Haustið 2011 fóru bankarnir svo að fikra sig inn á markaðinn að nýju með verðtryggðum og óverðtryggðum lánum sem almennt eru á föstum vöxtum til 5 ára í senn (Velferðarráðuneytið, 2013a).

⁴ Landsbanki Íslands er forveri Landsbankans sem var stofnaður í kjölfar hrunsins á grunni gamla bankans.

7.3 Lífeyrissjóðir

Íslensku lífeyrissjóðirnir hafa í gegnum tíðina keypt verðbréf sem bæði Íbúðalánsjóður og aðrar fjármálastofnanir hafa gefið út og þannig komið að fjármögnun fasteignalána (Hrafn Magnússon, 2003). Þar að auki veita lífeyrissjóðirnir lán til sjóðfélaga sinna og á níunda áratug síðustu aldar voru sjóðfélagalán lífeyrissjóðanna stór þáttur í starfsemi þeirra. Á árunum 1983-84 náðu sjóðfélagalánin hámarki og voru þá um 46% af hreinni eign sjóðanna, eins og sjá má á mynd 13. Eftir það fór þeim fækkandi eða allt til ársins 2000 þegar þau tóku smá kipp upp á við og svo aftur árið 2008. Í lok ársins 2012 var hlutfall sjóðfélagalána 7,5% af hreinni eign sjóðanna.



Mynd 13. Sjóðfélagalán sem hlutfall af hreinni eign lífeyrissjóða. Heimild: Seðlabanki Íslands (á.a.b).

Lífeyrissjóðir hafa veitt sjóðsfélögum sínum verðtryggð fasteignalán með veði í íbúðarhúsnaði ýmist með föstum eða breytilegum vöxtum. Útlán eru fjármögnuð með því lausafé sem sjóðirnir búa yfir (Velferðarráðuneytið, 2013a).

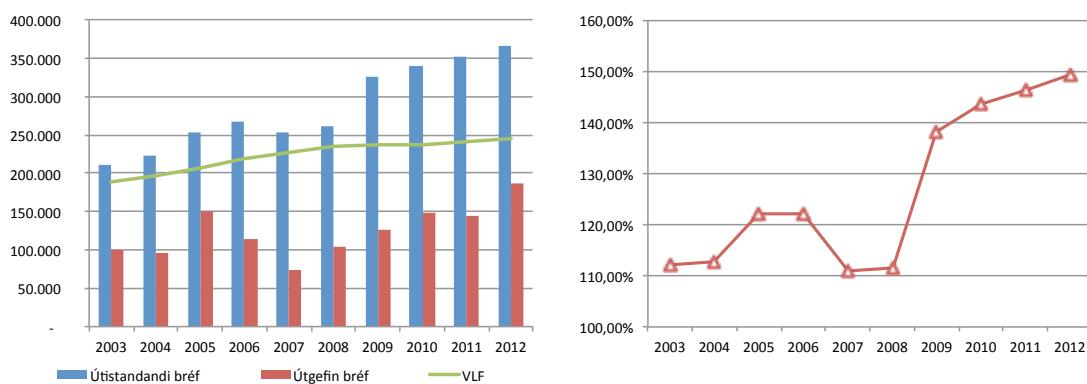
8 Fasteignalánakerfi í öðrum löndum

Íslenskur fasteignalánamarkaður á sér í raun enga hliðstæðu annars staðar í heiminum og er mjög ólíkur því sem þekkist í nágrannalöndunum. Miklar svíptingar hafa verið á markaðnum síðastliðin ár og í kjölfarið orðið umtalsverðar breytingar á fjármögnun hans, sérstaklega þegar kemur að bönkunum. Íslendingar skapa sér sérstöðu með séreignarstefnu sinni og því hefur ætíð verið mikil eftirspurn eftir fjármögnun til fasteignakaupa hér á landi. Fólk á leigumarkaði hefur þó fjölgað eftir kreppuna en er þrátt fyrir það enn í miklum minnihluta. Þá sker Ísland sig einnig úr hvað varðar verðtryggingu lána. Verðbólga hefur lengi verið vandamál á Íslandi sem m.a. olli því að verðtryggð húsnæðislán urðu vinsæll kostur, en svo er ekki á erlendum mörkuðum (Sveinn Agnarsson & Sigurður Jóhannesson, 2011). Þegar bankarnir fóru að lána að nýju eftir hrún hafa óverðtryggð fasteignalán verið að sækja í sig veðrið og því möguleiki á að þetta lánaform ryðji sér til rúms á næstu árum, eftir langan dvala. Til samanburðar við Ísland verða fasteignalánamarkaðir Danmerkur, Þýskalands, Bretland og Bandaríkjanna skoðaðir hér á eftir en samsvörun þeirra við íslenska markaðinn er mismikil. Þessi lönd voru valin í því skyni að fá víðari sýn á mismunandi kerfi en ekkert þeirra er eins uppbyggt eða fjármagnað. Umfang sértryggðra skuldabréfa í þessum kerfum er misjafnt eða allt frá því að skipa lítinn sess yfir í að vera grundvöllur lánakerfis viðkomandi lands. Öll eiga þessi lönd það þó sameiginlegt að gefa út sértryggð skuldabréf að einhverju leyti.

8.1 Danmörk

Í brunanum í Kaupmannahöfn árið 1795 eyðilagðist eitt af hverjum fjórum húsum í borginni og með enduruppbyggingu í huga varð danska fasteignalánakerfið til. Fyrirkomulag kerfisins hefur haldist óbreytt í þennan tíma en löggjöfin hefur þó tekið breytingum reglulega. Flest dönsku bréfanna hafa hæstu mögulegu lánshæfiseinkunn og hafa reynst fjárfestum vel í tímans rás. Danir státa sig af sterku kerfi og telja að þessi skipan tryggi stöðugleika í dönsku efnahagslífi. Fjármálakreppan 2008 rennir stoðum undir það enda hafði hún hvorki teljandi áhrif á eftirspurn eftir nýjum fasteignalánum né framboð á fjármagni (Realkreditrådet, 2012; Danske bank, 2013).

Mynd 14 sýnir annars vegar útistandandi sértryggð skuldabréf í Danmörku frá 2003 til 2012 og verga landsframleiðslu í landinu og hins vegar útistandandi sértryggð skuldabréf sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Frá árinu 2003 hefur það verið vel yfir 100% en eftir hrunið tók hlutfallið kipp upp á við og var í lok árs 2012 í hámarki eða í tæplega 150%. Aukningin í hlutfallinu eftir hrún á sér ekki eingöngu stað vegna samdráttar í VLF heldur er ljóst að útgáfa bréfa jókst á þessum tíma þrátt fyrir efnahagslægð í heiminum. Útgefin sértryggð skuldabréf í Danmörku eru að langmestu leyti með fasteignalán til tryggingar eða rúm 98% árið 2012.



Mynd 14. Útistandandi og útgefin sértryggð skuldabréf og VLF í Danmörku í milljónum EUR ásamt hlutfalli útistandandi bréfa af VLF. Heimild: ECBC, Eurostat.

8.1.1 Fyrirkomulag kerfisins í dag

Fasteignalán í Danmörku eru fjármögnuð með útgáfu sértryggðra skuldabréfa, útgefnun í dönskum krónum og evrum. Hinn 1. júlí 2007 voru samþykkt ný lög varðandi fjármögnun fasteignalána en fyrir þann tíma einkenndist danski markaðurinn af tveimur þáttum. Í fyrsta lagi höfðu einungis sérstakir fasteignalanabankar heimild til þess að gefa út sértryggð skuldabréf og í öðru lagi voru öll útgefin sértryggð skuldabréf pöruð við útgefin fasteignalán (Danske bank, 2013). Þannig var ávallt gefið út nýtt bréf fyrir hvert veitt fasteignalán og nefnist það bein pörun (e. pure pass through). Þetta fyrirkomulag tryggir áhættujafnvægi milli lánveitingar og fjármögnunar sem verður til þess að framboð og eftirspurn á markaði ákvarða kostnað lántökunnar (Velferðarráðuneytið, 2013a; Alþýðusamband Íslands, 2013).

Tilgangur nýju lagasetningarinnar var að samhæfa danska kerfið við þann hluta eiginfjártílskipunar ESB (CRD) sem snýr að sértryggðum skuldabréfum auk þess að veita bönkum með alhliða fjármálastarfsemi aðgang að fasteignalánamarkaðinum. Í dag eru

þrjár tegundir af sértryggðum skuldabréfum í Danmörku, SDO - særlig dækkede obligationer, SDRO - særlig dækkede realkreditobligationer og RO - sértryggð skuldabréf gefin út fyrir 31. desember 2007. Þessi bréf eru öll talin vera áhættulítil. Munurinn á SDO og SDRO bréfunum er sá að SDRO bréfin mega einungis sérstakir fasteignalánabankar gefa út. Löggjöfin veitir leyfi til þess að gefa út bæði lán með beinni pörun eins og áður þekktist eða með stærri útgáfum eins og þekkist víðast hvar í evrulöndum (Danske bank, 2013). Enda þótt opnað hafi verið fyrir stærri útgáfur þá treysta flestir bankarnir áfram á beina pörun til þess að lágmarka áhættu sína (Realkreditrådet, 2012).

8.1.2 Löggjöf og einkennandi þættir

Dönsk löggjöf sértryggðra skuldabréfa samanstendur, líkt og á Íslandi, af takmarkandi og nákvænum reglum sem ætlað er að vernda fjárfesta bréfanna. Að mestu leyti er danska löggjöfin sambærileg þeirri íslensku að undanskildum þeim þáttum sem eiga ekki við á Íslandi og lykilatriðið er, líkt og í öðrum löndum, að fjárfestar séu varðir fyrir gjaldþrotri útgefanda. Fjármálaeftirlit Danmerkur sér um allt eftirlit tengt útgáfunni (Danske bank, 2013).

Veð sem liggja að baki sértryggðum skuldabréfum þurfa að uppfylla skilyrði um veðhlutfall og verðmat þeirra skal vera fullnægjandi. Eignir til eigin nota og útleigu hafa hámarkshlutfallið 80% en eignir til iðnaðar, þjónustu og verslunar hafa 60%-70% hámark. Símat á undirliggjandi veðum tryggir að eftirstöðvar lánsins fari ekki yfir verðmat undirliggjandi eigna en staðgöngutryggingar skulu nýttar komi til þess (Alþýðusamband Íslands, 2013; Danske bank, 2013). Bankar hafa þá heimild til þess að gefa út svokölluð junior bréf til þess að fjármagna staðgöngutryggingarnar (Realkreditrådet, 2012).

Bankar sem veita fasteignalán þurfa að vinna samkvæmt sérstakri jafnvægisreglu til þess að lágmarka markaðsáhættu. Þetta er grundvallarþáttur í nýju löggjöfinni en reglan sér til þess að samræmi náist milli húsnæðisveðlásins sem lántaki gefur út og sértryggða skuldabréfsins sem lánveitandi gefur út m.t.t. afborgunarferilsins, lánstíma og vaxta (Alþýðusamband Íslands, 2013). Þessari reglu er haldið til þess að takmarka áhættu lánastofnunarinnar og hægt er að velja milli tvennskonar útfærslu. Í fyrsta lagi er hin almenna jafnvægisregla, sem er sveigjanlegri, og í öðru lagi sértæk jafnvægisregla

(Danske bank, 2013). Með þessu fyrirkomulagi á verðmæti útgefinna húsnaðisveðlana ávallt að stemma við útgefin sértryggð skuldabréf á markaði og bein tenging verður því þarna milli. Þetta verður til þess að ef lánastofnunin lendir í erfiðleikum þá hefur það bein áhrif á lántaka sem lendir einnig í vanda og borgar þ.a.l. hærri vexti fyrir vikið (Alþýðusamband Íslands, 2013).

Jafnvægisreglan leggur grunn að uppgreiðslukerfi þar sem lántaki getur greitt upp lán sitt fyrr en ætlað var með því einfaldlega að kaupa það skuldabréf af markaði sem fjármagnaði hans lán. Þetta fyrirkomulag getur komið sér vel þegar markaðsaðstæður eru hagstæðar en lántaki kaupir þá bréfið á markaðsvirði án uppgreiðslukostnaðar. Ef bréfið er með ákvæði sem leyfir uppgreiðslu þá þarf ekki að fara þessa leið og bréfinu er einfaldlega sagt upp (Alþýðusamband Íslands, 2013; Danske bank, 2013).

Eignarréttur er mikilvægur þáttur í danska kerfinu og auðvelt á að vera fyrir almenning að nálgast upplýsingar um eignarhald. Þá geta bankar sem lána til fasteignakaupa tekið yfir hús lántaka ef hann hættir að greiða af lánum sínum og selt það á fasteignamarkaði eða með nauðungarsölu til þess að fá upp í skuldir (Danske bank, 2013). Þetta er samskonar fyrirkomulag og ríkir á Íslandi.

8.1.3 Samanburður við Ísland

Fyrirkomulag danska kerfisins, eftir setningu laganna 2007, er að hluta til sambærilegt fyrirkomulagi íslensku bankanna í dag hvað varðar fjármögnun fasteignalána. Hins vegar styðjast flestir dönsku bankarnir enn við hina gömlu skipan, beina pörun, þar sem gefið er út nýtt sértryggt skuldabréf fyrir hvert útgefið fasteignaveðlán. Íslensku bankarnir gefa aftur á móti út stærri útgáfur til þess að fjármagn sín lán en dönsku bankarnir nýta það síður þó þeir hafi einnig heimild til þess. Í báðum kerfunum liggja fasteignaveðlán að baki sem trygging. Löggjöf um sértryggð skuldabréf er svipuð í báðum löndunum og ekki ólíklegt að danska löggjöfin hafi legið til grundvallar þegar sú íslenska var sett. Aftur á móti eru nokkrir þættir í dönsku lögunum sem eiga ekki við á Íslandi.

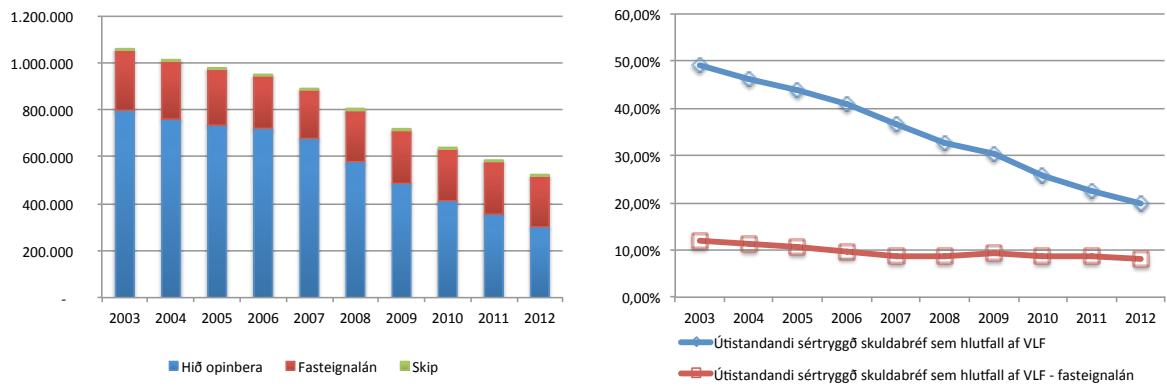
Gamla húsbréfakerfið, sem lagt var af árið 2004, byggist í rauninni á sömu hugmyndum og bein pörun danska kerfisins gerir. Húsbréfakerfið bjó þó ekki yfir þeim sveigjanlegu eiginleikum sem danska kerfið gerir hvorki gagnvart fjárfestum né lántakendum (Alþýðusamband Íslands, 2013). Hugmyndir hafa verið settar fram er

varða upptöku danska kerfisins á Íslandi í stað númerandi útlánafyrirkomulags íbúðalánasjóðs en farið verður yfir þær sérstaklega í kafla 9.

8.2 Þýskaland

Þýskaland hefur lengi getað státað sig af sterku fasteignalánakerfi sem hefur staðið af sér hina ýmsu erfiðleika sem upp hafa komið á fjármálamarkaði og fyrir vikið uppskorið traust fjárfesta. Þjóðverjar fjármagna meginþorra fasteignalána sinna með útgáfu sértryggðra skuldabréfa sem nefnast Pfandbrief. Þjóðverjar eru stærstu útgefendur þessara sértryggðu skuldabréfa í Evrópu og kunna þýskir jafnt sem erlendir fjárfestar vel að meta gæði bréfanna og þá stöðugu ávöxtun sem þeim fylgir. Þá hefur formfast regluverk átt sinn þátt í öryggi þeirra, sem gera bréfin að eftirsóknarverðum fjármögnunarkosti en meirihluti útgefinna bréfa í Þýskalandi hafa hæstu mögulegu lánshæfiseinkunn. Auk fjármögnum til fasteignalána eru Pfandbrief bréfin mikið notuð til að fjármagna opinbera starfsemi og þá með opinberar skuldir sem tryggingu. (Association of German Pfandbrief banks, á.á.a; Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG, 2013).

Mynd 15 sýnir skiptingu undirliggjandi veða þeirra sértryggðu skuldabréfa sem voru útistandandi árin 2003 til 2012 í Þýskalandi en eins og sjá má á henni er ljóst að útgefin bréf til fjármögnum á rekstri hins opinbera hafa framan af vegið margfalt þyngra en bréf útgefin til fasteignafjármögnum. Þessum bréfum hefur þó fækkað hratt og í lok árs 2012 voru þau tvöfalt færri en þau voru í lok árs 2003. Umfang fasteignafjármögnum hefur þó haldist nokkuð stöðugt í áranna rás. Að auki er fróðlegt að skoða útistandandi sértryggð skuldabréf sem hlutfall af vergri landsframleiðslu sem er hægra megin á myndinni. Bláa línan sýnir öll útistandandi bréfa sem hlutfall af VLF en hún hefur farið hríðlækkandi undanfarin ár vegna samdráttar í útgáfu á bréfum með opinberar skuldir að veði. Hins vegar ef skoðuð eru einungis útistandandi bréf með fasteignalán að veði þá hefur það hlutfall haldist nokkuð stöðugt, í kringum 10%, en í lok árs 2012 var hlutfallið 8,1%. Samanborið við sama hlutfall í Danmörku er ljóst að sértryggð skuldabréf skipa talsvert stærri sess þar í landi með tilliti til þessa.



Mynd 15. Útstandandi sértryggð skuldabréf í Þýskalandi í milljónum EUR, flokkuð eftir undirliggjandi veðum og hlutfall þeirra af VLF. Heimild: ECBC, Eurostat; eigin útreikningar.

8.2.1 Pfandbrief kerfið og löggjöf

Fyrirkomulag þýska fasteignalánakerfisins byggist í rauninni á hinni hefðbundnu útgáfu sértryggðra skuldabréfa. Til eru þrjár tegundir af Pfandbrief bréfum, hefðbundin (e. traditional), jumbo og skráð (e. registered) bréf. Hefðbundin og jumbo bréfin eru handhafaskuldabréf og ganga því kaupum og sölum á fjármálamaðraði. Skráðu bréfin eru aftur á móti, eins og nafnið gefur til kynna, skráð á ákveðinn kaupanda við útgáfu og því yfirleitt keypt af fjárfestum með langtíma fjárfestingu í huga. Einkenni jumbo bréfanna eru stórar útgáfur, að lágmarki 1 milljarður evra, á meðan upphæðir hefðbundnu bréfanna eru lægri (Association of German Pfandbrief banks, á.a.b).

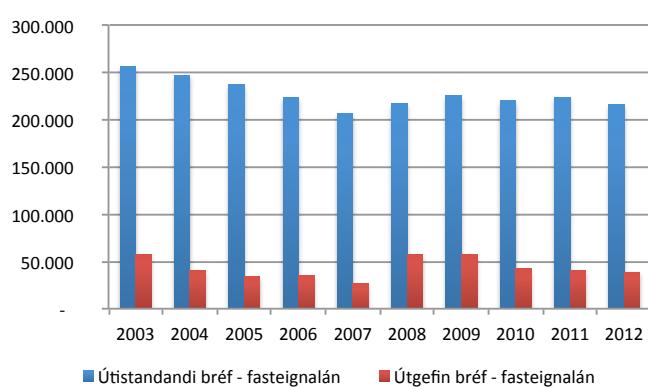
Pfandbrief bréfin fylgja ítarlegri reglugerð bæði hvað varðar útgáfu og eftirfylgni. Árið 2005 var Pfanderbrief löggjöfin samþykkt og með henni var fleiri stofnunum gert kleift að gefa út sértryggð skuldabréf svo lengi sem þau uppfylltu ákveðin skilyrði. Í dag eru bankar stærstu útgefendur bréfanna og hefur löggjöfin verið uppfærð reglulega síðan hún var fyrst samþykkt (Deutsche Bundesbank, 2005).

Fjármálastofnanir þurfa að fá leyfi frá þýska fjármálaeftirlitinu til þess að gefa út bréfin. Tryggingasafnið skal vera í reglulegri endurskoðun og sérstakur skoðunarmaður er skipaður til þess að sjá til þess að öllum skilyrðum löggjafarinnar sé fylgt. Að auki er tilkynningarskylda til fjármálaeftirlitsins sem gætir þess að starfsemi útgefenda samræmist lögum. Þetta eru sambærilegir þættir og finna má í íslensku löggjöfinni en nokkur atriði eru þó mismunandi milli landanna (Association of German Pfandbrief banks, 2012; Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG, 2013).

Þýska fjármálaeftirlitið framkvæmir prófanir á tryggingasafninu á 2 ára fresti til að tryggja að safnið standist allar þær kröfur sem því eru settar. Þýsku lögin kveða einnig á um a.m.k 2% umfram þekju á tryggingasafninu á meðan þau íslensku kveða einungis á um að umfram þekja þurfi að vera til staðar. Þá hafa Þjóðverjar sérstakar reglur þegar kemur að því að stemma af lengd eignanna í tryggingasafninu við lengd útgefnu bréfanna. Útgefendur þurfa að tryggja að þeir geti ávallt staðið undir þeim greiðslum sem falla til á næstu 180 dögum og takmarka þannig skammtíma lausafjáráhættu. Hámarkshlutfall staðgöngutrygginga er hið sama og á Íslandi, 20%, fyrir bréf ætluð til fjármögnunar á fasteignalánum en í öðrum Evrópusambandslöndum er yfirleitt miðað við 10% (Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG, 2013).

Mikið er lagt upp úr gegnsæi til þess að tryggja að fjárfestar hafi sem besta sýn yfir stöðu tryggingasafnsins og útistandandi bréf hverju sinni. Þar af leiðandi er útgefendum skyld að gefa ársfjórðungslega út skýrslur með upplýsingum sem stuðla að þessu gegnsæi. (Association of German Pfandbrief banks, 2012).

Þjóðverjar eru strangari þegar kemur að veðhlutfalli eigna í tryggingasafni og heilt yfir er leyfilegt veðhlutfall 60%, hvort sem um er að ræða fasteignir til einkanota eða til verslunar- og þjónustu. Á Íslandi og í Danmörku er miðað við 80% fyrir fasteignir til heimilishalds en annars 60% (Association of German Pfandbrief banks, 2012). Ef þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa í Þýskalandi með veð í fasteignaveðlánum er skoðuð á mynd 16 má sjá að útgáfa hefur lítillega dregist saman frá árinu 2008. Almennt hefur mikill stöðugleiki ríkt á þessu 10 ára tímabili þegar litið er bæði til útgáfu og útistandandi bréfa.



Mynd 16. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa með veði í fasteignalánum í Þýskalandi í milljónum EUR. Heimild: ECBC.

8.2.2 Samanburður við Ísland

Líkt og Danir styðjast þjóðverjar við fasteignalánsfjármögnun byggða á sértryggðum skuldabréfum eins og íslensku bankarnir eru farnir að nýta sér í auknu mæli. Þetta fyrirkomulag hefur dugað þeim vel og hafa þeir því varist fjármálaáföllum betur en margar aðrar þjóðir. Sambærilega löggjöf má finna í báðum löndum enda má treysta á að löggjöf innan Evrópuríkjanna sé ansi svipuð. Þjóðverjar eru þó með strangari skilyrði um veðhlutföll eigna í tryggingasafni auk þess að skilgreina betur umfram þekju og lengd undirliggjandi eigna. Þýskar lánastofnanir eru skyldugar til þess að upplýsa fjárfesta um ákveðna þætti útistandandi bréfa og tryggingasafna með ársfjórðungslegum útgáfum en íslensku bankarnir hafa einnig lagt það í vana sinn að gefa slíkar skýrslur út.

8.3 Bretland

Breskur fasteignalánamarkaður hefur átt undir högg að sækja undanfarin ár og orðspor lánveitenda hefur skaðast í kjölfarið. Um miðbik 1. áratugar 21. aldarinnar tók húsnæðisverð kipp upp á við vegna mikillar samkeppni á fjármálamarkaði, takmarkaðs framboðs á fasteignum og fólksfjölgunar í landinu. Þetta varð til þess að lántakendur þurftu að eyða hlutfallslega hærri hluta ráðstöfunartekna sinna í lántöku en áður. Samkeppni á fjármálamarkaði olli því þenslu í útlánum sem urðu áhættusamari fyrir vikið. Þegar markaður fyrir heildsölufjármögnun hrundi voru settar þvinganir á útlánastarfsemi að nýju (Council of mortgage lenders, 2012).

Í kjölfar efnahagskreppunnar hafa bankastofnanir og fjármálamarkaðurinn í heild sinni gengið í gegnum mikla endurskipulagningu. Lánastofnanir með lélegan fjármögnunarstrúktúr hafa neyðst til þess að hætta starfsemi og eftirspurn eftir lánum hefur dregist saman þar sem færri kjósa að kaupa eigin íbúð en áður. Markaðurinn er, líkt og á Íslandi, enn að jafna sig eftir áfallið og hefur nýjum fasteignalánahugmyndum ríkistjórnarinnar verið hrint í framkvæmd í þeim tilgangi að gera markaðinn traustari og koma þannig í veg fyrir annað áfall (Scanlon & Whitehead, 2010).

Breska fjármálaeftirlitið hóf greiningu á breska fasteignalánamarkaðinum í kjölfar hrunsins og í byrjun árs 2009 kynnti það helstu niðurstöður og væntanlegar breytingar á honum. Tilgangur breytinganna var að koma á sjálfbærum fasteignamarkaði sem er sveigjanlegur fyrir neytendur en með strangari skilyrðum útlána en áður. Lánveitendur bera ábyrgð á því að lántakendur taki ekki á sig meiri skuldbindingar en þeir geta staðið

undir. Hluti reglnanna hefur þegar tekið gildi og í apríl 2014 skulu allir lánveitendur vera búinir að innleiða reglurnar (DLA Piper, 2012).

8.3.1 Fyrirkomulag lánamarkaðarins

Sérstök byggingarfélög áttu á árum áður stærstan hlut í útlánum til fasteignakaupa en ítök þeirra fóru minnkandi með aukinni samkeppni frá bönkum og öðrum fjármálastofnunum sem treysta á heildsölufjármögnun. Í dag eru bankar langstærstu lánveitendurnir í Bretlandi og ýmis byggingarfélög hafa sagt skilið við gamla fyrirkomulagið og hafið bankastarfsemi í staðinn (Council of mortgage lenders, 2012; Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðaláanasjóð o.fl., 2013c).

Líkt og á Íslandi treystu bresku bankarnir mikið á skammtímafjármögnun fyrir hrún sem krafðist sífelldrar endurfjármögnunar og varð þeim að falli á endanum. Bankarnir hafa því lagt áherslu á stöðugri langtímafjármögnun, sem getur betur staðið af sér markaðshræringar og geta þannig tryggt framboð á fjármögnun til útlána (HM treasury, 2011). Eftir hrunið 2008 og allt til ársins 2012 áttu lánastofnanir í erfiðleikum með fjármögnun. Þá var erfitt að nálgast það fjármagn sem stofnanirnar þurftu til að standa undir eftirspurn eftir útlánum auk þess sem erfiðlega gekk að auka eigið fé og lausafé sem brýn þörf var á (Council of mortgage lenders, 2013).

Aðgangur að heildsölufjármagni var ansi takmarkaður framan af og fjármálafyrirtæki þurftu því að treysta á smásölufjármögnun og innlán, sem þau gera að miklu leyti enn. Eigið fé hefur ákveðið vægi í fjármögnun þeirra auk þess sem nokkrar stofnanir hafa þegar hafið útgáfu skuldabréfa að nýju til þess að fjármagna útlán og þá sérstaklega sértryggð skuldabréf. Að auki hefur verið talsverð eftirspurn eftir almennum skuldabréfum sem ekki eru tryggð með veði (e. senior unsecured debt) og þá einungis hjá stærri og traustari stofnunum (Council of mortgage lenders, 2013; Scanlon & Whitehead, 2010). Bretland er með tiltölulega góða lánshæfiseinkunn í samanburði við nágrannabjóðir sínar í Evrópu og í Bandaríkjum og hafa því náð að lokka til sín fjárfesta í talsverðum mæli með þessari tegund bréfa.

Verðbréfun (e. securitization) hefur lengi verið vinsæll fjármögnunarkostur í Bretlandi en þá er útistandandi lánum safnað saman í eignasafn sem er svo selt til fjárfesta. Markaður fyrir þessi bréf hefur þó ekki náð sér almennilega á strik að nýju eftir hrún (Council of mortgage lenders, 2013).

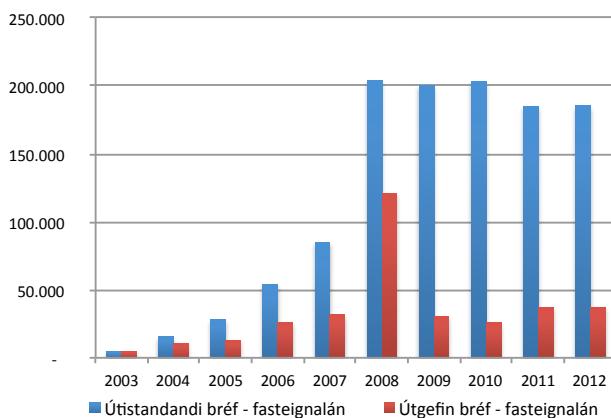
8.3.2 Fjármögnun með sértryggðum skuldabréfum

Fyrsta sértryggða skuldabréfið var gefið út í Bretlandi árið 2003. Árið 2008 var svo sett sérstök löggjöf í kringum bréfin í þeim tilgangi að styðja frekari þróun þeirra á markaði og gera þau samkeppnishæf jafnt öðrum valkostum. Breska fjármálaeftirlitið og ríkisstjórnin vilja stuðla að öflugum markaði sértryggðra skuldabréfa í bland við aðrar fjármögnunarleiðir í þeim tilgangi að byggja upp vel dreift og þrautseigt fjármögnunarhlíkan (HM treasury, 2011). Útgefendur geta valið hvort þeir kjósa að gefa bréfin út samkvæmt þessari löggjöf (e. regulated) og þá eru bréfin undir sérstöku eftirliti frá fjármálaeftirlitinu. Bréf sem gefin eru út skv. löggjöfinni eru því talin áhættuminni en þau sem fylgja henni ekki. Um það bil 80% sértryggðra skuldabréfa með fasteignalán að veði fylgja löggjöfinni og því kjósa útgefendur frekar að gefa út áhættuminni bréf sem fylgja strangari skilyrðum en önnur (Harju & Milward, 2013).

Í Bretlandi eru eignirnar í tryggingasafninu, þ.m.t. staðgöngueignir, seldar í formi skul davafninga til sérstaks félags sem er sjálfstæður greiðsluaðili. Þetta tryggir aðskilnað tryggingasafnsins frá útgefandanum en útgefandi sér þó áfram um allar þær skuldbindingar sem fylgja bréfunum. Við gjaldþrot útgefanda tekur félagið yfir þessar skuldbindingar og ábyrgð á safninu (HM treasury, 2011).

Veðhlutföll eru mismunandi eftir útgefendum en enginn þeirra fer yfir 80% í tilfellum fasteignaveðlána. Einn meginþáttur í löggjöfinni er sá að tryggingasafnið þarf að vera fært um að mæta þeim kröfum sem tengast bréfunum öllum stundum. Mikil áhersla er lögð á gegnsæi og þurfa útgefendur reglulega að gefa upp ákveðnar upplýsingar til þess að tryggja það (Harju & Milward, 2013). Fleiri þættir einkenna löggjöfina en þetta eru þeir helstu sem nefndir voru hér að ofan. Almennt er löggjöfin í Bretlandi ekki jafn fastmótud og í mörgum öðrum löndum en hún hefur þó tekið breytingum síðastliðin ár með tilliti til þeirra breytinga sem orðið hafa á markaði.

Ef við skoðum þróun sértryggðra skuldabréfa má sjá að árið 2008 tók útgáfa bréfanna kipp, eins og sjá má á mynd 17, eftir jafnan vöxt áranna á undan. Árið 2009 dróst útgáfan talsvert saman aftur en í dag er hún þó meiri en árin fyrir hrun. Myndin sýnir þau bréf sértryggðra skuldabréfa sem eru með veði í fasteignalánum.



Mynd 17. Þróun útistandardi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa með veði í fasteignalánum í Bretlandi í milljónum EUR. Heimild: ECBC.

Aukin eftirspurn varð eftir sértryggðum skuldabréfum í breskum pundum á árunum 2010 – 2011 og jafnframt mikil umframeftirspurn. Auk útgáfna í innlendum gjaldmiðli og evrum þá hafa einnig verið gefin út bréf í Bandaríkjunum og eru þetta góð dæmi um þá þróun sem hefur verið á sértryggðum skuldabréfmarkaði í Bretlandi (HM treasury, 2011). Í ljósi þess að sértryggð skuldabréf eru talin álitlegur kostur í efnahagslægð er ekki að furða að vilji sé fyrir hendi til þess að leggja frekari áherslu á þennan kost.

8.3.3 Samanburður við Ísland

Að vissu leyti hefur íslenskt fasteignalánakerfi átt sér töluverða hliðstæðu í því breska og áhrif efnahagskreppunnar hefur tekið drjúgan toll af fjármálakerfi beggja landa. Bretar lento í sambærilegum vandræðum og íslensku bankarnir varðandi lausafjármagn og skammtímafjármögnun rétt fyrir hrún sem varð til þess að bankakerfið laskaðist umtalsvert. Bankar skipa stóran sess í útgáfu fasteignalána í Bretlandi sem olli því að fjármögnun þeirra til fasteignakaupa komst í uppnám í kjölfarið. Á Íslandi gat íbúðalánsjóður gripið inn í þegar bankarnir höfðu ekki lengur burði til að veita fasteignalán til viðskiptavina sinna. Þegar kemur að útgáfu sértryggðra skuldabréfa til fjármögnum fasteignalána hafa Bretar, líkt og Íslendingar, aukið umsvif sín á þeim markaði enda góður fjármögnumarkostur fyrir efnahagskerfi sem stendur völtum fótum.

8.4 Bandaríkin

Í marga áratugi lánaði bandaríski fasteignalánamarkaðurinn fjármagn til húsnæðiskaupa á skilvirkan og árangursríkan hátt. Á þessum tíma gáfu lánastofnanir út fasteignalán með ströngum skilmálum og undir ströngu eftirliti sem fjármögnuð voru að miklu leyti með

innlánum. Þessar stofnanir gáfu út fasteignaveðlán og héldu þeim til lokadags auk þess sem þau þjónustuðu bréfin. Þetta fyrirkomulag hefur þó breyst á síðustu árum og hefur heildsölufjármögnun í gegnum verðbréfun fengið meira vægi. Með þessari breytingu jónst seljanleiki markaðarins og auðveldara varð fyrir almenning að nálgast fasteignalánafjármögnum. Verðbréfun var þó ekki alveg ný af nálinni en fjárfestingalánasjóðirnir Fannie Mae (The Federal National Mortgage Association) og Freddie Mac (The Federal Home Loan Mortgage Corporation), höfðu gert þetta í um 25 ár en þó með öðru fyrirkomulagi. Árið 2004 var orðið ljóst að útlán höfðu aukist of hratt og skilyrði til lántöku voru ekki nógu ströng. Húsnæðisbóla myndaðist á fasteignamarkaði og þegar fasteignaverð hrapaði loks aftur lenu margir lántakendur í erfiðleikum með að standa við skuldbindingar sínar. Það smitaðist síðan áfram til lánastofnana og loks þeirra fjárfesta sem keypt höfðu skuldabréfavafningana á eftirmarkaði. Þegar markaðurinn byrjaði að lenda í erfiðleikum varð hrún Freddie Mac og Fannie Mae til þess að fallið varð ennþá þungbærara. Báðir þessir sjóðir voru gríðarlega skuldsettir, með lágt eiginfjárlutfall og stóðu því ekki vel að vígi þegar harðna tók í ári. Vegna stærðar þeirra og mikilvægis á alþjóðlegum fjármálamarcaði sá bandaríska ríkið sig knúið til þess að grípa inn í og forða sjóðunum undan gjaldþrotri (Barth, Li, Lu, Phumiwasana & Yago, 2009; Zandi & deRitis, 2011).

8.4.1 Fyrirkomulag lánamarkaðarins í dag

Mestur hluti nýrra lána í Bandaríkjunum fer enn í gegnum fasteignalánasjóðina Freddy Mac og Fannie Mae en í ljósi fyrri atburða þykir það ekki ákjósanlegt fyrirkomulag (Zandi & deRitis, 2011). Markaðurinn hefur verið í lægð upp á síðkastið en núna nýlega hafa sést merki um jákvæða þróun í sölu fasteigna og húsnæðisverð hækkað lítillega. Þá hafa fasteignalánasjóðirnir verið að skila methagnaði svo ætla má að bjartari framtíð bíði markaðarins. Þrátt fyrir þessar góðu afkomutölur upp á síðkastið er róttækra breytinga þörf á skipan markaðarins til að koma í veg fyrir að sagan endurtaki sig. Enn hefur ekki fundist nein langtímalausn á framtíð markaðarins þó að ýmsar hugmyndir hafi verið settar fram (Cisneros & Martinez, 2013).

Bandaríska ríkið er nú lykilaðili á fasteignalánamarkaði í gegnum ríkisstyrktu fasteignalánasjóðina og veitir þannig tryggingu ef markaðurinn fer á hliðina á ný. Þetta fyrirkomulag hefur verið gagnrýnt að því leyti að óþarfa áhætta er lögð á

skattgreiðendur auk þess sem fjármögnun einkaaðila á ekki greiðan aðgang inn á markaðinn. Lagt hefur verið til að Freddie Mac og Fannie Mae verði lagðir niður í þeim tilgangi að minnka aðkomu ríkisins á fasteignalánamarkaði og færa útlánaáhættu yfir til einkaaðila (Daily Finance, 2013; Cisneros & Martinez, 2013).

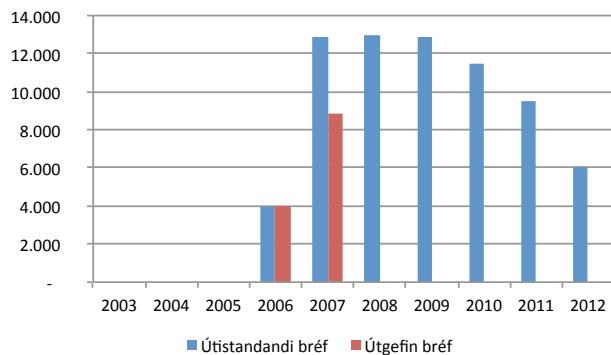
Á frummarkaði eru nokkrar tegundir lánveitenda, bankar, byggingarfélög⁵ (e. credit unions) og aðrar fjármálastofnanir sem að jafnaði lána fyrir hámarki 80% af verðmæti fasteignar. Almennt fjármagna lánveitendur þessi útlán sín með verðbréfun sem felst í því að þeir selja útgefin fasteignaveðlán til fasteignalánasjóða, svo sem Freddie Mac og Fannie Mae, sem búa síðan til vafninga úr þeim og selja fjárfestum. Þannig takmarka lánveitendur útlánaáhættu sína og fá í leiðinni fjármagn til frekari útlána. Kaupendur bréfanna safna þeim saman og gefa út fasteignatengd verðbréf (e. mortgage backed security, MBS) sem er skipt í nokkra flokka með mismikilli áhættu. Fjárfestarnir sem kaupa þessa vafninga svo á markaði eru í raun að kaupa framtíðar greiðslustreymi fasteignaveðlánanna en ekki bréfin sjálf. (Hoskins, Jones & Weiss, 2013). Bandaríkjumenn hafa lengi treyst á þetta lánaform og líklegt að þeir haldi því áfram þó að breytingar kunni að verða á skipulagi kerfisins á næstunni.

8.4.2 Fjármögnun með sértryggðum skuldabréfum

Ekki hefur farið mikið fyrir fjármögnun fasteignalána með sértryggðum skuldabréfum í Bandaríkjum enda treysta þeir statt og stöðugt á útgáfu skuldabréfavafninga eins og kom fram hér að ofan. Þrátt fyrir nokkrar tilraunir til að innleiða þetta fyrirkomulag hefur skortur á löggjöf og regluverki staðið í vegi fyrir því að þetta form nái einhverju flugi. Ef fjárfestar sértryggðra skuldabréfa eru ekki öruggir gagnvart gjaldþroti útgefanda þá verða bréfin talsvert áhættusamari fyrir fjárfesta og óvinsæl fyrir vikið. Bandaríkjumenn hafa þó sýnt viðleitni til lagasetningar í kringum útgáfu sértryggðra skuldabréfa og vonir eru um að hún sé handan við hornið (Winkler, 2013). Þrátt fyrir þessa vankanta á útgáfu sértryggðra skuldabréfa í Bandaríkjum þá hafa verið gefin út bréf þar, eins og sjá má á mynd 18 og þá einungis með fasteignalán að veði. Fyrst voru gefin út bréf árið 2006 og árið 2007 var útgáfa rúmlega tvöfalt meiri. Hins vegar hefur

⁵ Bandarísk byggingarfélög (e. credit unions) eru samskonar stofnanir og bresku byggingarfélögin (e. building society).

ekkert verið gefið út eftir hrún fasteignamarkaðarins en þau bréf sem eru útistandandi í dag, og fara lækkandi, eru útgáfur áranna 2006 og 2007.



Mynd 18. Þróun útistandandi og útgefinna sértryggðra skuldabréfa í Bandaríkjunum í milljónum EUR.
Heimild: ECBC

Það er óljóst hvort Bandaríkin eiga eftir að taka sértryggðum skuldabréfum opnum örmum í náinni framtíð en ljóst er að núverandi hlutdeild þeirra er lítil. Þó má gera ráð fyrir að hrunið hafi sett eitthvert strik í reikninginn og því mögulegt að þessum bréfum muni fjölgja á komandi árum náist sátt um fyrirkomulag og löggjöf bréfanna.

8.4.3 Samanburður við Ísland

Bandarískir og íslenskir fasteignalánamarkaðir eru gjörólíkir þegar kemur að fyrirkomulagi og fjármögnun þeirra. Bandaríkjumenn treysta að mestu leyti á verðbréfun og ólíklegt að róttækar breytingar verði á þeim efnum í bráð. Íslendingar styðjast við annars konar fjármögnun og hefur verðbréfun ekki vegið þungt á Íslandi. Á tímabili, rétt fyrir hrún, tengdust þessir tveir markaðir þó þegar íslensku bankarnir seldu skuldabréf til Bandaríkjanna í þeim tilgangi að sækja sér fjármagn.

Bæði löndin hafa gefið út sértryggð skuldabréf í þeim tilgangi að fjármagna fasteignalán. Hins vegar fylgja íslensku bréfin strangri löggjöf varðandi útgáfuna en í Bandaríkjunum er ekkert regluverk sem rammar útgáfuna inn. Þ.a.l. er útgáfa landanna mjög ólík þrátt fyrir að hafa stuðst við sama lánaformið.

9 Hugmyndir um breytingar á íslensku fasteignalánakerfi

Íbúðaláanasjóður hefur orðið fyrir mikilli gagnrýni allt frá breytingum á fjármögnun hans árið 2004. Fjárhagsstaða sjóðsins er slæm auk þess sem hann situr uppi með mikið magn af óseldum fasteignum (Arnar I. Jónsson, 2011). Rannsóknarnefnd á vegum Alþingis var skipuð til að fara í saumana á starfsemi sjóðsins og skilaði hún af sér skýrslu í júlí 2013. Niðurstaða nefndarinnar var sú að sjóðurinn hefði gerst sekur um margvísleg mistök er varða starfsemi hans og valdið tapi upp á milljarða króna (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðaláanasjóð o.fl., 2013a). Meðal annars voru breytingar á fjármögnun sjóðsins, úr húsbréfakerfi í íbúðabréfakerfi, dýrkeyptar. Nýju bréfin voru óinnkallanleg ólíkt húsbréfunum jafnvel þó útlán ÍLS hafi verið uppgreiðanleg. Ekki nóg með að áhætta sjóðsins hafi aukist vegna mögulegra uppgreiðslna lántaka heldur var einnig illa staðið að endurskipulagningunni og hún talin kostnaðarsöm. Við innkomu viðskiptabankanna á fasteignamarkað árið 2004 urðu miklar uppgreiðslur hjá ÍLS en engu að síður hélt sjóðurinn ótrauður áfram að gefa út íbúðabréf og á tímabili voru uppgreiðslur hærri en útlán. Þetta varð til þess að miklar fjárhæðir söfnuðust upp innan sjóðsins sem ekki var hægt að lána út að nýju (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðaláanasjóð o.fl., 2013b).

Í kjölfar þeirrar gagnrýni sem sjóðurinn hefur orðið fyrir hafa ýmsar hugmyndir komið upp varðandi breytingar á fyrirkomulagi hans í því skyni að bæta fjárhagsstöðu sjóðsins eða jafnvel leggja hann alfarið niður. Þó að ráðamenn hafi ekki verið sammála varðandi framtíðaráform þá er öllum ljóst að mikilvægt er að tryggja að þau mistök sem gerð hafa verið á íslenskum fasteignalánamarkaði og afleiðingar þeirra endurtaki sig ekki. Sértryggð skuldabréf gegna stóru hlutverki í þessum tillögum og ljóst er að þau eru ofarlega í huga þegar kemur að breytingum á íslenskum fasteignalánamarkaði.

9.1 Heildsölubankafjármögnun og aðrar breytingar

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (AGS) gaf út skýrslur á árunum 2004 og 2005 þar sem bent var á að Íbúðaláanasjóður þarfnaðist endurskipulagningar hið snarasta. Lagt var til að sjóðurinn hætti samkeppni við bankanna á fasteignalánamarkaði og sinnti þess í stað einungis félagslegu hlutverki. Með þessu fyrirkomulagi væri verið að draga verulega úr

aðkomu ríkisins á markaði. Í þessum skýrslum var einnig stungið upp á að ÍLS yrði breytt í heildsölustofnun í höndum einkaaðila og fjármagnaði með því móti fasteignalán fyrir allan markaðinn sem hefði í för með sér talsverða stærðarhagkvæmni (Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánaþjóð o.fl., 2013b).

Árið 2006 var settur á fót stýrihópur á vegum félagsmálaráðherra en hlutverk hans var að efna til umfangsmikils samráðs varðandi stefnumótun íbúðalánamarkaðarins m.t.t. hlutverks og aðkomu stjórnavalda. Í álini hópsins var mælt með að breyta ÍLS í heildsölubanka í þeim tilgangi að fjármagna fasteignalán. Þessar hugmyndir voru byggðar á útfærslu heildsölukerfa í nágrannalöndum, t.d. Danmörku og Bandaríkjum, og lagt var til að bankinn sækti sér fjármagn með útgáfum sértryggðra skuldabréfa. Uppbygging lánaþyrirkomulagsins yrði þá á þá leið að samningssamband væri milli útlána og fjármögnum þar sem smásöluaðilar seldu lánin áfram til bankans eftir útgáfu. Þetta gátu bankarnir og aðrar fjármálastofnanir ekki fallist á og vildu stýra því sjálf hvaða lán væru seld áfram til heildsölubankans. Vegna þessa, og fleiri þátta sem ekki var hægt að ná samkomulagi um, varð ekkert úr tillögum stýrihópsins (Sigurjón Örn Þórsson, Ármann Kr. Ólafsson, Jóhann G. Jóhannsson & Árni Páll Árnason, 2006).

Þessum hugmyndum var á ný veitt athygli þegar skýrsla um heildarumgjörð og fjármálastöðugleika á Íslandi kom út í október 2012. Starfshópurinn benti á að viðskiptabankarnir þrír væru fullfærir um að standa undir útlánum til fasteignakaupa og því ætti að takmarka þátttöku ríkisins á fasteignalánamarkaði við að veita viðskiptabönkunum heildsölufjármagn og niðurgreiða fjármögnum til félagslegra íbúða (Bingham, Sigurðsson & Jännäri, 2012). Atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra lagði í kjölfarið fram skýrslu fyrir Alþingi þar sem kynntar voru tillögur nefndarinnar og skipað var í nefndir sem áttu svo að skila álini og drögum að frumvarpi byggðum á þessum tillögum.

Varðandi fasteignalán átti að vinna að forsendum sem kváðu á um að sett yrði þak á veðhlutföll lána sem miðaðist við 80% í þeim tilgangi að opna fyrir útgáfu sértryggðra skuldabréfa með tryggingu í lánað af viðkomandi auk þess sem sjálfstæð löggið yrði boðuð er byggðist á tillögum framkvæmdarstjórnar ESB um veðlán tryggð í íbúðarhúsnæði og að veiting veðlána yrði háð starfsleyfi (Steingrímur J. Sigfusson, 2012).

Í apríl 2013 var lögð fram skýrsla starfshóps um framtíðarhorfur og framtíðarhlutverk íbúðalánasjóðs sem skipaður var í kjölfar vinnu starfshóps um stöðu og horfur um efnahag Íbúðalánasjóðs. Starfshópurinn lagði til að stofnaður yrði heildsölubanki sem hefði það að meginmarkmiði að fjármagna íbúðarkaup í heild sinni á íslenskum markaði með bæði verðtryggðri og óverðtryggðri skuldabréfaútgáfu. Bankinn, sem ekki yrði rekinn í hagnaðarskyni, myndi vera í eign lánveitanda, þ.e. fjármálafyrirtækja og Íbúðalánasjóðs. Tilgangur þessa fyrirkomulags er að ná stærðarhagkvæmni og veita þannig trygga fjármögnun á bestu mögulegu kjörum, geta boðið upp á föst vaxtakjör til lengri tíma en ella auk þess að auðvelda minni fjármálafyrirtækjum aðgang að markaði. Í skýrslunni bendir starfshópurinn á að þetta fyrirkomulag sé í raun danska húsnæðiskerfið, lagað að íslenskum aðstæðum. Þá var lagt til að verulega yrði dregið úr umfangi ÍLS í veitingu nýrra lána og að hlutverk hans yrði fyrst og fremst að tryggja þjónustu í almannabágu. Á móti myndu þá umsvif annarra fjármálafyrirtækja aukast á fasteignalánamarkaði. Veðhlutfall lána ætti ekki að fara yfir 80% líkt og það er í dag auk þess sem hertari skilyrði ættu að vera til þess að tryggja að lántakendur gætu staðið við skuldbindingar sínar (Velferðarráðuneytið, 2013a).

Ýmsar tillögur hafa verið settar fram varðandi breytingar á starfsemi Íbúðalánasjóðs og hugmyndir um stofnun heildsölubanka eru ansi fyrirferðamiklar. Margar þessara hugmynda eru keimlíkar, með sama markmið og fyrirkomulag, og því virðast höfundar þessara tillagna vera nokkurn veginn á sama máli hvað varðar breytingar á skipulagi fasteignalánakerfisins. Samt sem áður hefur þessum hugmyndum ekki verið hrint í framkvæmd þótt margir telji það brýna nauðsyn en líklegt er að pólitík standi að miklu leyti í vegi fyrir því.

Verði af upptöku heildsölubankakerfis í stað eða samhliða rekstri ÍLS gæti farið svo að bankinn aflaði sér fjármögnunar með útgáfu sértryggðra skuldabréfa eins og hugmyndir hafa verið á lofti um. Það væri vel raunhæfur kostur í ljósi vinsælda þessa lánaforms í tengslum við fjármögnun bankanna og myndi þá útgáfan aukast umtalsvert hérlandis.

9.2 Danska leiðin

Alþýðusamband Ísland (ASÍ) lagði fram tillögur að nýju húsnæðislánakerfi í febrúar 2013, að danskri fyrirmynnd. Þessar hugmyndir byggjast á fyrirkomulagi kerfisins eins og það var fyrir breytingarnar á danska lánamarkaðinum 2007 þegar einungis sérstakar

fasteignalánastofnanir höfðu heimild til þess að gefa út fasteignaveðlán með beinni þörun þar sem ávallt er jafnvægi milli eigna- og skuldahliðar. Í kafla 8.1 var farið nokkuð ítarlega yfir fyrirkomulag danska lánakerfisins svo hér verður einungis stiklað á helstu einkennum að mati ASÍ.

Í danska kerfinu er lánað að hámarki til 30 ára á föstum vöxtum þar sem hámarks lánshlutfall er 80% af markaðsvirði og skulu sérfræðingar lánveitanda verðmeta eignirnar, ekki fasteignasalar. Jafnvægisreglan sér til þess að jafnvægi sé ávallt milli fasteignaveðlána og sértryggðra skuldabréfa á markaði og afrakstur skuldabréfaútboðsins setur línumnar fyrir lánskjör lántaka. Með þessu lánafyrirkomulagi næst mikil hagkvæmni í kerfinu og kostnaður yrði ekki mikill auk þess sem uppgreiðsla yrði ávallt heimil með tilheyrandi uppkauptum á skuldabréfum á markaði. Ströng reglugerð og eftirlit tryggja takmörkun á áhættu og í rauninni stafar mesta hættan af greiðslufalli lántakenda. Í þessu kerfi stjórnast vaxtaákværðanir að miklu leyti af aðstæðum á fjármálamaður sem kemur sér vel fyrir lántaka. Nú tíðkast að lánveitendur geri ráð fyrir talsverðu áhættuálagi vegna óvissu á markaði en með nýja fyrirkomulaginu er óheimilt að taka áhættu í fjármögnun útlána (Alþýðusamband Íslands, 2013).

Þessar hugmyndir um upptöku danska kerfisins eru Íslendingum ekki ókunnugar en gamla húsbréfakefið sem lagt var niður árið 2004 var byggt að danskri fyrirmynnd. Starfshópur um framtíðarhorfur og framtíðarhlutverk Íbúðalanásjóðs kynnti sér reynsluna af húsbréfakerfinu og komst að þeirri niðurstöðu að líklegast væri íslenskur fjármálamaður of líttill til þess að fjármögnunar fyrirkomulag kerfisins sé hagkvæmt. Þess í stað taldi hópurinn að heildsölubanki með stærri skuldabréfaútgáfum væri heppilegra fyrirkomulag sem jafnframt er í anda danska kerfisins (Velferðarráðuneytið, 2013a).

Sigurður Erlingsson (2013) hélt erindi um sjónarhorn Íbúðalanásjóðs á ráðstefnu um framtíð húsnæðislána á Íslandi þar sem hann gaf göllum dönsku leiðarinnar gaum. Þar benti hann á að útrýma þyrfti vanskilum og útlánatöpum áður en hægt væri að taka upp þetta fyrirkomulag þar sem það krefðist meiri aga. Í Danmörku væru betri endurheimtur en á Íslandi og þá sérstaklega eftir hrún, en hann benti á að þjóðirnar tvær hefðu mismunandi viðhorf til skulda. Strangari skilyrði væru fyrir lánveitingu í þessu kerfi með

þeim afleiðingum að hlutfall synjana um lán myndi aukast og því taldi Sigurður að ríkið þyrfti að tryggja lánveitingu til þess hóps með öðrum úrræðum.

Danska leiðin er spennandi valkostur í ljósi þess hversu vel hún hefur mælst fyrir í Danmörku auk þess sem sértryggð skuldabréf gætu fengið stærra hlutverk en þau spila nú á Íslandi. Líklegast er þó rétt að íslenskur fjármálamarkaður sé of smár til þess að hægt sé að fullnýta kosti kerfisins.

9.2.1 Hugsanleg þróun

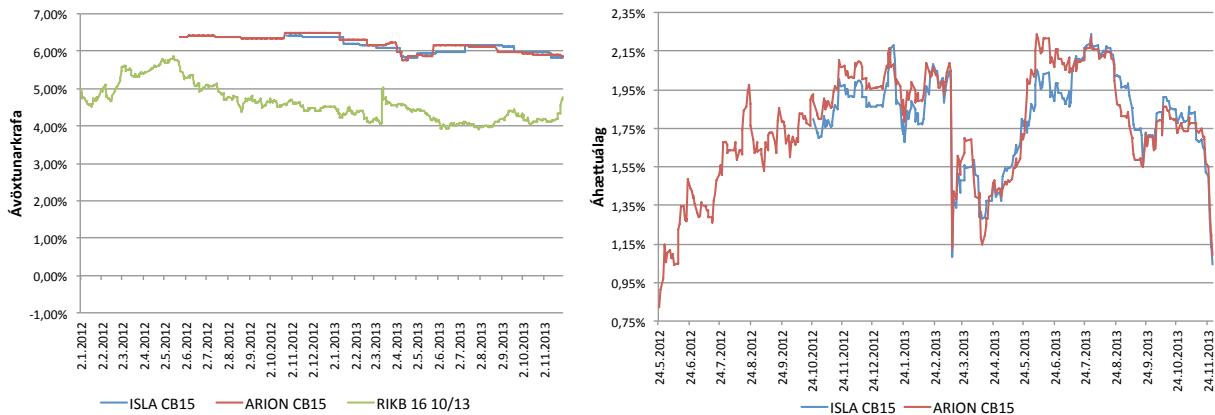
Erfitt er að gera sér í hugarlund hvaða leið verður farin á húsnæðislánamarkaði en þó er líklegt að yfirvöld fari í umtalsverðar breytingar á næstu árum. Mikill samhljómur ríkir um að afnema þurfi ríkisábyrgð að mestu eða öllu leyti og að bæta þurfi umgjörð fjármögnum til fasteignalána. Þá hefur mikið verið talað um að minnka umfang íbúðalánasjóðs á markaði og veita bönkunum í staðinn meiri hlutdeild. Miðað við þær hugmyndir sem nefndir á vegum ríkisstjórnarinnar hafa verið að ræða upp á síðkastið er líklegra að heildsölubankaleiðin verði farin í stað dönsku leiðarinnar, ef talin er þörf á svo róttækum breytingum. Þó er óvist að allar fjármálastofnanir séu reiðubúnar að koma að stofnun þessa nýja banka í ljósi fyrri tilrauna til samvinnu. Að lokum er líklegt að sértryggð skuldabréf fái meira vægi í fjármögnum fasteignalána en þau hafa í dag.

10 Greining á íslenskum bréfum og samanburður við Danmörku

Danmörk er fyrirmynnd að meginþorra þeirra hugmynda sem settar hafa verið fram varðandi breytingar á íslensku fasteignalánakerfi. Þessum hugmyndum fylgir almennt aukning á útgáfu sértryggðra skuldabréfa á Íslandi og því ekki úr veki að skoða útgáfu bréfanna í Danmörku nánar.

Í kafla 6 var farið yfir þróun á verði sértryggðra skuldabréfa sem gefin hafa verið út af íslensku bönkunum eftir hrún og stuðst var við gögn frá Íslensku kauphöllinni. Til þess að setja þróun bréfanna í samhengi er forvitnilegt að skoða sambærileg dönsk sértryggð skuldabréf samhlíða þeim íslensku. Flestar íslensku útgáfurnar eru verðtryggðar og því ekki hægt að styðjast við þær í samanburði við önnur lönd. Þá standa eftir tvær útgáfur, ISLA CB 15 og ARION CB 15, sem hvor um sig er til 3 ára, með 6,4% og 6,5% föstum vöxtum og með lokagjalddaga árið 2015. Ríkisskuldabréfið RIKB 16 10/13 er það bréf sem er hvað líkast útgáfum bankanna og er því notað til samanburðar við útreikning sem áhættulaust bréf. RIKB bréfið er með 6% vöxtum og lokagjalddaginn er árið 2016 (Nasdaq OMX Nordic, á.á.). Þrátt fyrir að einungis sé hægt að styðjast við tvö bréf þá gefur það þó hugmynd um stöðu markaðarins enda eru 3 ára bréf algeng lengd á þeim útgáfuflokkum sem bankarnir hafa verið að gefa út.

Til þess að fá sambærilegar upplýsingar milli landanna tveggja var reiknuð ávöxtunarkrafa bréfanna og útfrá henni svo fundið áhættuálag sértryggðu skuldabréfanna. Aukin eftirspurn fjárfesta eftir sértryggðu skuldbréfunum veldur því að ávöxtunarkrafa bréfanna fer lækkandi og hækkar því ef eftirspurn minnkar. Lægra álag bendir svo til þess að áhætta sértryggðu skuldabréfanna sé að minnka í samanburði við ríkisskuldabréf og öfugt ef á lagið hækkar. Á mynd 19 má sjá þróun á íslensku bréfunum frá útgáfum bankanna. Ávöxtunarkrafa sértryggðu skuldabréfanna hefur haldist nokkuð jöfn frá útgáfu en hefur þó lækkað lítillega upp á síðkastið á meðan meira flökt hefur verið á ríkisskuldabréfinu. Þegar áhættuálagið er svo skoðað milli bréfanna má sjá að talsvert flökt hefur verið á tímabilinu sökum breytinga í ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfsins en frá miðju ári 2013 hefur á lagið lækkað töluvert.



Mynd 19. Þróun á ávöxtunarkröfu og áhættuálagi íslenskra bréfa. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

Í töflu 8 má sjá meðaltal, lægsta og hæsta gildi bæði ávöxtunarkröfu og álags íslensku bréfanna. Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfsins er á bilinu 3,91%-5,86% á meðan krafa sértryggðu skuldabréfanna er nokkuð jöfn yfir tímabilið eða frá 5,75%-6,5%. Álag sértryggðu skuldabréfanna er mjög svipað fyrir bæði bréfin eða á bilinu 0,82%-2,24% og því nokkuð breytilegt yfir tímabilið.

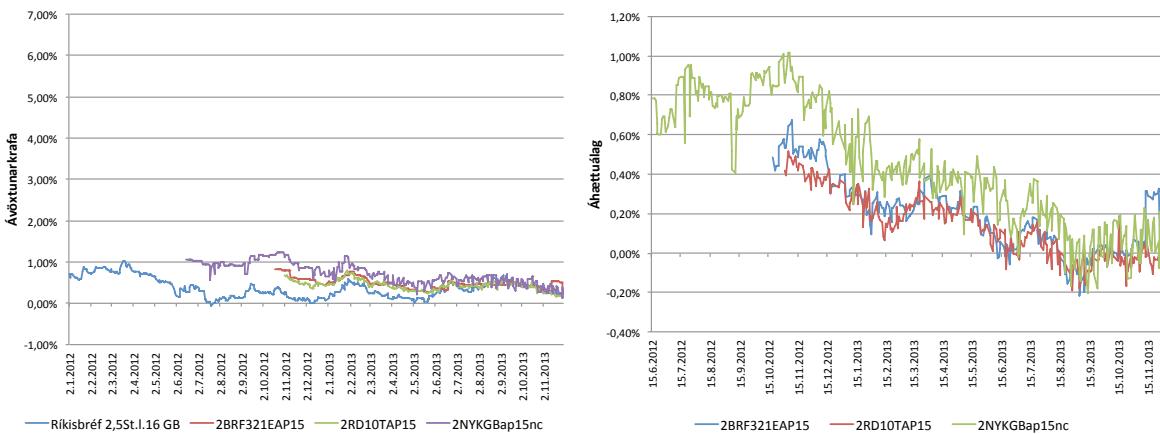
Tafla 8. Ávöxtunarkrafa og áhættuálag íslensku bréfanna, meðaltal, lægsta og hæsta gildi. Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

	Ávöxtunarkrafa			Áhættuálag		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
RIKB 16 10/13	4,61%	3,91%	5,86%	-	-	-
ISLA CB15	6,11%	5,83%	6,40%	1,82%	1,04%	2,24%
ARION CB15	6,21%	5,75%	6,50%	1,76%	0,82%	2,24%

Til þess að fá sambærilegar upplýsingar í Danmörku var leitað eftir gögnum fyrir sértryggð skuldabréf, með fasteignaveðlán að veði í tryggingarsafni, til 3 ára og með lokagjalddaga árið 2015, líkt og íslensku bréfin. Að auki þurftu útgáfurnar að vera með föstum vöxtum og gefnar út í innlendri mynt. Þrjú dönsk bréf uppfylltu þessi skilyrði og eru þau öll með 2% vöxtum. Til samanburðar er svo miðað við danskt ríkisskuldabréf með lokagjalddaga árið 2016 sem ber 2,5% fasta vexti (Nasdaq OMX Nordic, á. á.). Líkt og á Íslandi er útgáfa 3 ára bréfa algeng í Danmörku og gefur því ágætis samanburð við íslensku bréfin.

Á mynd 20 má sjá útkomuna fyrir dönsku bréfin þar sem ávöxtunarkrafa sértryggðu skuldabréfanna hefur farið lækkandi frá útgáfu þeirra. Krafa ríkisskuldabréfsins hefur flökt lítillega yfir tímabilið en þó haldist nokkuð jöfn. Nokkrum sinnum hefur krafan farið niður fyrir 0% og því orðið neikvæð. Á álaginu má sjá að munur á kröfum bréfanna fer

sífellt minnkandi og frá miðju ári 2013 hefur álagið verið í kringum 0%. Það er því ljóst að sértryggðu skuldabréfin eru ekki talin bera meiri áhættu en ríkisskuldabréfið.



Mynd 20. Þróun á ávöxtunarkröfu og áhættuálagi dönsku bréfanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

Meðalávöxtunarkrafa danska ríkisskuldabréfsins er 0,37%, eins og sjá má í töflu 9, sem er örlítið lægra en hjá sértryggðu skuldabréfunum sem eru á bilinu 0,44%-0,74%. Ríkistryggða bréfið fer niður í neikvæða ákvöxtunarkröfu og nær lægst -0,07% á meðan sértryggðu skuldabréfin eru á bilinu 0,11%-0,20%. Hins vegar ef hæsta gildi bréfanna er skoðað má sjá að ríkisskuldabréfið hefur ekki vinninginn þar sem ein útgáfa sértryggðu skuldabréfanna nær 1,24% kröfu. Áhættuálag bréfanna er svo á bilinu -0,19%-1,02% og áhugavert er að sjá að krafa sértryggðu bréfanna fer á tímabili niður fyrir kröfu ríkisskuldabréfsins sem skilar sér í neikvæðu á lagi.

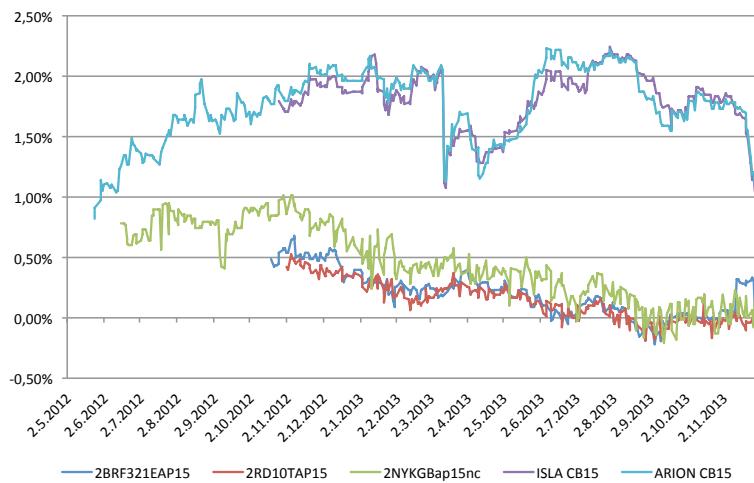
Tafla 9. Ávöxtunarkrafa og áhættuálag dönsku bréfanna, meðaltal, lægsta og hæsta gildi. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

	Ávöxtunarkrafa			Áhættuálag		
	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi	Meðaltal	Lægsta gildi	Hæsta gildi
Ríkisbréf 2,5St.I.16 GB	0,37%	-0,07%	1,02%	-	-	-
2BRF321EAP15	0,50%	0,20%	0,82%	0,20%	-0,22%	0,68%
2RD10TAP15	0,44%	0,12%	0,78%	0,14%	-0,19%	0,52%
2NYKGBap15nc	0,74%	0,11%	1,24%	0,46%	-0,21%	1,02%

Það getur verið kúnst að bera saman skuldabréf milli landa þar sem markaðsaðstæður eru sjaldnast samskonar í löndunum. Sérstakt ástand ríkir á Íslandi eftir hrunið sökum gjaldeyrishaftanna sem sett voru í kjölfar þess og t.a.m. er ávöxtunarkrafa talsvert hærri á Íslandi en í Danmörku.

Aftur á móti ætti áhættuálagið að gefa okkur nokkuð samanburðarhæfa niðurstöðu þar sem verið er að bera sértryggðu skuldabréfin saman við áhættulaus bréf í hvoru

landi fyrir sig. Á mynd 21 er búið að sameina álag dönsku og íslensku bréfanna í eina mynd og þar sést glögglega munurinn milli landanna. Ljóst er samkvæmt þessum upplýsingum að íslensku bréfin eru áhættumeiri en þau dönsku m.t.t. ríkisskuldabréfa. Munurinn yfir tímabilið er allt frá því að vera um 0,5% og upp í rúmlega 2% milli landanna. Í lok nóvember 2011 var munurinn u.p.b. 1% þótt íslensku bréfin væru í sögulegu lágmarki en það voru dönsku bréfin einnig.



Mynd 21. Áhættuálag íslensku og dönsku bréfanna. Heimild: Nasdaq OMX Nordic; eigin útreikningar.

Markaður fyrir sértryggð skuldabréf á sér miklu lengri sögu í Danmörku en á Íslandi og hafa því fest sig betur í sessi þar í landi. Það er því ekki óeðlilegt að álag dönsku bréfanna sé lægra þar. Upp á síðkastið hefur jafnvel verið hægt að setja dönsku sértryggðu skuldabréfin í sama áhættuflokk og ríkisskuldabréfin sem gefur góða vísbendingu um öryggi þeirra. Nái íslensk sértryggð skuldabréf með tímanum að festa rætur hér á landi er ekki ólíklegt að áhættuálagið farið lækkandi og nálgist það sem þekkist í Danmörku, sér í lagi ef breytingar verða á íslenska fasteignalánakerfinu sem leiðir til aukinnar útgáfu sértryggðra skuldabréfa.

11 Framtíð útgáfu á Íslandi og takmarkanir

Eins og staðan er í dag einskorðast útgáfa sértryggðra skuldabréfa á Íslandi við stóru viðskiptabankana þrjá. Þeir hafa allir sett upp útgáfuramma sem hleypur á mörgum milljörðum íslenskra króna og því er ljóst að þeir treysta mikið á aukna fjármögnun í formi sértryggðra skuldabréfa á komandi árum. Þó að þetta sé töluvert nýtt fyrirbaði hér á landi hefur útgáfan aukist jafnt og þétt s.l. 3 ár og á eftir að aukast enn hraðar á næstu árum ef áætlanir bankanna ganga eftir. Því er við hæfi að velta fyrir sér hvaða áhrif þessi þróun á eftir að hafa á ýmsa þætti, svo sem starfsemi bankanna, innstæðueigendur og fjármálakerfið á Íslandi í heild sinni. Vissulega er þetta talinn öruggur kostur fjármögnum fyrir fjárfesta en hvað með aðra aðila sem koma að þessum málum?

Á meðan Ísland er enn fast í viðjum gjaldeyrishafta er aðgangur að erlendu lánsfé ansi takmarkaður og hefur þ.a.l. orðið til þess að sértryggð skuldabréf hafa orðið vinsæl leið til langtímafjármögnum. Sértryggð skuldabréf eru heppileg í kjölfar efnahagsþrenginga vegna þess hve seljanleiki þeirra er mikill. Þegar bankar rétta úr kútnum að nýju er líklegt að þeir bæti við annars konar fjármögnumarkostum í bland við útgáfu sértryggðra skuldabréfa (Norska fjármálaeftirlitið, 2012; Seðlabanki Íslands, 2011).

Íslensku bankarnir eru nú þegar farnir að undirbúa lánshæfismat sem gefur til kynna að þeir hyggja á útgáfur erlendis í náinni framtíð (Seðlabanki Íslands, 2012a). Það er þó alls óljóst hvort draga muni úr vinsældum sértryggðra skuldabréfa þótt erlend fjármögnun hefjist að nýju. Þessi fjármögnumarleið hefur reynst íslensku bönkunum vel upp á síðkastið og ákveðinn hópur fjárfesta sækist eftir þessum tilteknu bréfum vegna öryggis þeirra. Íslenska bankakerfið beið mikinn skaða af hruninu og því tekur tíma að byggja upp traust að nýju og er ekki ólíklegt að eftirspurn fjárfesta eftir öruggari fjármögnumarkostum verði viðloðandi áfram.

Sértryggð skuldabréf standa framar forgangskröfum komi til gjaldþrots útgefanda vegna þeirra tryggingaráttinda sem þau hafa í tryggingasafni. Til forgangskrafna teljast meðal annars laun starfsmanna og innstæður viðskiptamanna. Því er ljóst að þessi

öruggi fjárfestingarkostur kemur niður á forgangi innstæðna við þrot að auki sem hann grefur undan gæðum þeirra eigna sem eftir standa til að koma til móts við kröfur annarrar fjármögnum. Varhugavert getur því verið að bankarnir fari að treysta á sértryggða skuldabréfaútgáfu til fjármögnum í verulegum mæli. Seðlabanki Íslands hefur af því tilefni bent á að til greina komið að setja hámark á sértryggða skuldabréfaútgáfu til þess að vernda innstæðueigendur og aðra kröfuhafa (Seðlabanki Íslands, 2012a; Seðlabanki Íslands, 2012b).

Eftirlitsaðilar ættu að móta stefnu varðandi hæfilegt umfang bréfanna þar sem tekið er tillit til fjármálastöðugleika í landinu og efnahags útgefanda. Að auki takmarkar umfangsmikil útgáfa bréfanna þann sveigjanleika sem stjórnvöld hafa til þess að svara fjármálaföllum með fjármálastöðugleika vegna þess að veð bankanna sem þeir afhenda gegn lánveitingu eru ekki nægilega trygg (Seðlabanki Íslands, 2012a). Seðlabankinn hefur einnig mælt fyrir takmörkunum á veðhlutfalli nýrra fasteignaveðlana í þeim tilgangi að veita aðhald og lágmarka áhættu. Slíkar takmarkanir hafa verið settar á víðast hvar erlendis í sama tilgangi (Seðlabanki Íslands, 2011). Takmarkanir á veðhlutfalli útlána verður til þess að eftirspurn lánveitenda eftir fjármögnun minnkar að einhverju leyti þó að hún yrði líklegast ekki veruleg miðað við þau kjör sem bankarnir bjóða nú. Þessar takmarkanir kæmu aftur á móti í veg fyrir óhóflega lántöku líkt og var í góðærinu með tilheyrandi skelli þegar fjármálakerfið lagðist á hliðina.

Í kafla 9 var farið yfir þær hugmyndir sem settar hafa verið fram varðandi breytingar á íslenskum fasteignalánamarkaði. Útgáfa sértryggðra skuldabréfa bar þar nokkrum sinnum á góma sem fjármögnun til fasteignalána Íbúðalánasjóðs eða nýs heildsölubanka sem kæmi í stað sjóðsins að einhverju eða öllu leyti. Sú þróun yrði til þess að útgáfa bréfanna myndi aukast verulega í ljósi þess hve mikla hlutdeild sjóðurinn hefur á fasteignalánamarkaði í dag. Þó að þessar hugmyndir verði ekki að veruleika þá mun umfang sértryggðra skuldabréfa engu að síður aukast á komandi árum með fyrirhuguðum útgáfum íslensku bankanna.

12 Niðurstöður og lokaorð

Sértryggð skuldabréf eru tiltölulega nýtt fjármögnunarform á Íslandi og var fyrsta útgáfa bréfanna hér á landi árið 2006. Útgáfan lagðist svo af í kjölfar hrunsins uns bankarnir hófu útgáfu að nýju í lok árs 2011. Þótt sagan sé stutt og reynsla takmörkuð virðast íslensku bankarnir staðráðnir í að auka umfang þessa fjármögnunarforms á næstu árum enda hefur eftirspurn eftir bréfunum gefið það til kynna að markaður sé til staðar fyrir aukna útgáfu. Ísland er að feta í fótspor fjölmargra landa sem nýta sér þetta lánaform í dag með góðri reynslu og sífellt fleiri lönd bætast í hópinn. Lönd innan Evrópu halda uppi meginþorra útistandandi bréfa þó að lönd annars staðar í heiminum séu að auka hlut sinn. Umfang sértryggðra skuldabréfa hefur farið ört vaxandi síðasta áratuginn og ekkert lát virðist vera á þeirri þróun.

Í dag takmarkast útgáfa sértryggðra skuldabréfa á Íslandi við útgáfu íslensku bankanna. Í kjölfar efnahagshrunsins hefur takmarkaður aðgangur að lánsfé og brostið traust fjárfesta á bönkunum orðið til þess að útgáfa bréfanna er vænlegur kostur í ljósi þess öryggis sem þeim fylgir. Þeir níu flokkar sem viðskiptabankarnir þrír hafa gefið út s.l. tvö ár hafa mælst vel fyrir og hafa flestar útgáfur selst á eða yfir pari og því verið góð eftirspurn eftir bréfunum. Sértryggð skuldabréf eru stöðugt fyrirferðarmeiri í fjármögnun bankanna og er útgáfu þeirra í megindráttum ætlað að fjármagna útlán til fasteignakaupa viðskiptavina. Eftir nokkurra ára dvala hófu bankarnir að nýju að veita fasteignaveðlán og eru t.a.m. einu lánveitendur óverðtryggðra lána eins og staðan er í dag. Eftirspurn eftir fasteignalánum bankanna hefur farið ört vaxandi og í kjölfarið hefur útgáfa bankanna á sértryggðum skuldabréfum aukist töluvert á skömmum tíma.

Í Danmörku og Þýskalandi skipa sértryggð skuldabréf stóran sess í fjármögnun fasteignalána og jafnframt eru þessi lönd stærstu útgefendur sértryggðra skuldabréfa í heiminum í dag. Stöðugleiki hefur einkennt fasteignalánamarkað þessara landa en útgáfa bréfanna, með einkennandi fastmótað regluverk, á sér langa sögu í báðum löndum. Reynsla Danmerkur og Þýskalands er því gott fordæmi fyrir því hvernig útgáfa sértryggðra skuldabréfa leggur sitt af mörkum við að halda jafnvægi á markaði en ólíkt mörgum öðrum löndum kom efnahagshrunið ekki jafn hart niður á þessum löndum.

Aftur ár móti fengu Bretland og Bandaríkin sinn skerf af áföllum í kjölfar hrunsins, líkt og Íslendingar, enda kom í ljós að fjármögnunargrunnur landanna var ekki nægilega traustur til þess að standa af sér slíkar hræringar. Fjármálastofnanir fjármögnuðu sig með brothættum fjármálagerningum sem stóðust ekki ágang efnahagshrunsins og hafa því þurft að glíma við eftirmála þess. Útgáfa sértryggðra skuldabréfa var lítil í þessum löndum en nú hafa t.a.m. stjórnvöld í Bretlandi lagt áherslu á að auka umfang bréfanna þar í landi með það að markmiði að styrkja fasteignalánamarkaðinn.

Íslenskur fasteignalánamarkaður hefur verið gagnrýndur talsvert upp á síðkastið sökum slæmrar stöðu íbúðalánasjóðs og afleiðinga vegna hrunsins. Ráðamenn eru sammála um að úrbóta sé þörf og ýmsar hugmyndir hafa verið settar fram í þeim tilgangi. Útgáfa sértryggðra skuldabréfa hefur oft borið á góma í því samhengi og tillögur um upptöku heildsölubanka og danska kerfisins verið háværar. Það er ekki óeðlilegt í ljósi þeirrar góðu reynslu sem danski fasteignalánamarkaðurinn hefur haft af þessu kerfi með sértryggð skuldabréf í fararbroddi. Af því tilefni getur samanburður á útgáfum íslensku bankanna við sambærileg útgefin bréf í Danmörku varpað ljósi á möguleika þessa lánaforms á Íslandi á komandi árum.

Áhættuálag danskra sértryggðra skuldabréfa gefur til kynna að lánaformið sé á pari við ríkisskuldabréf þar í landi, sérstaklega upp á síðkastið, og því áhættulítill valkostur. Álag íslenskra bréfa er talsvert hærra en í Danmörku sem er ekki óeðlilegt í ljósi þess hve reynslan af bréfunum er lítil hér á landi. Það er ekki óraunhæft að búast við að árangur íslensku bréfanna færist þó nær því sem þekkist í Danmörku með tímanum, samhliða uppbyggingu fjármálakerfisins á Íslandi að nýju.

Aukin athygli hefur beinst að útgáfu sértryggðra skuldabréfa á Íslandi undanfarin ár og mikið traust er lagt á þennan fjármögnunarvalkost í ljósi reynslu annarra landa og þeirrar reynslu sem nú þegar hefur fengist á Íslandi. Áform eru um að auka umfang þessara bréfa en varhugavert getur verið að sleppa algerlega af þeim beislinu. Nauðsynlegt er að setja einhverjar takmarkanir á útgáfur fjármálastofnana í þeim tilgangi að grafa ekki undan öðrum kröfuhöfum, komi til gjaldþrots útgefanda. Að undangengnum þeim óstöðugleika sem ríkt hefur á íslenskum fasteignalánamarkaði síðastliðin ár eru flestir sammála um að nauðsynlegt sé að styrkja og koma jafnvægi á fjármálamaðra hér á landi.

Sértryggð skuldabréf geta leikið stórt hlutverk í þeirri uppbyggingu, í bland við aðrar nauðsynlegar breytingar sem gera þarf á markaðinum. Ljóst er að framtíðarmöguleikar aukinnar útgáfu bréfanna eru miklir á Íslandi á meðan eftirspurn fjárfesta eftir þessum örugga fjárfestingakosti heldur áfram.

Heimildaskrá

Alþýðusamband Íslands (2013). *Nýtt húsnæðislánakerfi að danskri fyrirmynnd.* Sótt 12. nóvember 2013 af
http://www.asi.is/Portaldata/1/Resources/documents/N_tt_h_sn_isl_nakerfi__slandi_-_loka.pdf

Arion banki (2011). *Arion banki, sértryggð skuldabréf, kynning fyrir fjárfesta.* Sótt 6. nóvember 2013 af
<ftp://atvest.is/lvest/starfsmenn/userfiles/skjalasafn/UpplysingarStjorn/2011-12Arionbanki.pdf>

Arion banki (2013a). *Arion bank covered bonds: Investors report September 2013.* Sótt 5. nóvember 2013 af <http://www.arionbanki.is/library/Skrar/English/About-the-Bank/Investor-Relations/Debt-Investors/Legislative-Covered-Bonds/Cover-Pool-Report/Cover%20Pool%20Report%2030%20September%202013.pdf>

Arion banki (2013b). *Arion bank covered bonds: Risk report September 2013.* Sótt 5. nóvember 2013 af <http://www.arionbanki.is/library/Skrar/English/About-the-Bank/Investor-Relations/Debt-Investors/Legislative-Covered-Bonds/Risk-Report/Covered%20Bonds%20Risk%20Report%2030%20September%202013.pdf>

Arion banki (á.á.). *Uppgjör og ársskýrslur.* Sótt 30. nóvember 2013 af
<http://www.arionbanki.is/bankinn/fjarfestatengsl/uppgjor-og-arsskyrslur/>

Arnar I. Jónsson (2011). *Fjárhagur, Um íbúðalánasjóð: Tilurð, hlutverk og starfsemi.* Sótt 7. nóvember 2013 af vef Landsbankans:
<http://www.landsbankinn.is/?PageID=b0ce3eb7-52e6-417a-ae5c-35533f2d5c4a&NewsID=f1a96fed-bf17-4928-820e-ae39a31d2424>

Association of German Pfandbrief banks (2012). *The Pfandbrief 2013/2014: Facts and Figures about Europe's Covered Bond Benchmark* (18. útgáfa). Berlin: Association of German Pfandbrief Bank.

Association of German Pfandbrief banks (á.á.a). *Real estate finance: Market.* Sótt 19. nóvember 2013 af http://www.pfandbrief.org/cms/_internet.nsf/tindex/en_21.htm

Association of German Pfandbrief banks (á.á.b). *The Pfandbrief, A safe investment: Important questions and answers.* Sótt 20. nóvember 2013 af
http://www.corealcredit.de/upload/info/Der_Pfandbrief_EN.pdf

Barth, J. R., Li, T., Lu, W., Phumiwasana, T., & Yago, G. (2009). *The rise and fall of the U.S. mortgage and credit markets: A comprehensive analysis of the meltdown.* Sótt 25. nóvember 2013 af heimasíðu Milken Institute:
<http://www.milkeninstitute.org/pdf/riseandfallexcerpt.pdf>

Beirne, J., Dalitz, L., Ejsing, J., Grothe, M., Mangnelli, S., Monar, F. o.fl. (2011). The impact of the eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets. *Occasional paper series (no.122)*.

Bingham, G., Sigurðsson, J., & Jännäri, K. (2012). *Heildarumgjörð um fjármálastöðugleika á Íslandi*. Sótt 27. nóvember 2013 af vef Atvinnu- og nýsköpunarráðuneytisins:
http://www.fjarmalaraduneyti.is/media/skjal/Heildarumgjord_um_fjarmalastodugleika.pdf

Cisneros, H., & Martinez, M. (2013). *The U.S. Housing Finance System Is Still Broken*. Sótt 26. nóvember 2013 af vef Urbanland <http://urbanland.uli.org/capital-markets/the-u-s-housing-finance-system-is-still-broken/>

Council of mortgage lenders (2012). *Where do we go from here? How UK mortgage lenders see the UK mortgage market - past, present and future*. London: Council of mortgage lenders.

Council of mortgage lenders (2013). *Funding - the future is certain, just give us time to work it out!* Sótt 18. nóvember 2013 af
<http://www.cml.org.uk/cml/publications/newsandviews/143/557>

Daily Finance (2013). *Obama proposes fundamental overhaul of U.S. mortgage system*. Sótt 26. nóvember 2013 af <http://www.dailyfinance.com/2013/08/06/obama-shutdown-freddie-mac-fannie-mae-mortgages/>

Danmarks Nationalbank (á.á.). *Yearly exchange rates by currency, type and methodology*. Sótt 14. nóvember 2013 af <http://www.statbank.dk/DNVALA>

Danske bank (2013). *Danish covered bond handbook: The covered bond handbook of mortgage banks in Denmark*. Kaupmannahöfn: Danske Bank.

Deutsche Bundesbank (2005). *New legal and regulatory framework for the German securitisation and Pfandbrief market*. Sótt 19. nóvember 2013 af
http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/2006/2006_03_regulatory_framework.pdf?__blob=publicationFile

Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG (2013). *The German Pfandbrief market 2013/2014: Mortgage Pfandbriefe are gaining market share*. Hamburg: DGHYP.

DLA Piper (2012). *Mortgage market review*. Sótt 16. nóvember 2013 af
http://www.dlapiper.com/files/Publication/37c384bd-dc90-4a76-b223-733623eb075d/Presentation/PublicationAttachment/fad09ada-eec4-4a3e-afe9-7b304c04639a/FSA_publishes_Policy_Statement_PS_12_16.pdf

Eichert, F. (2013). Covered bond statistics. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 535-576). Brussels: ECBC publication.

Eiríkur Magnús Jensson, & Kristín Erla Jónsdóttir (2013). Iceland. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 327-333). Brussels: ECBC publication.

European Covered Bond Council (á.á.). *Statistics*. Sótt í október 2013 af <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519>

Eurostat (á.á.) *GDP and main components*. Sótt 22. nóvember 2013 af <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/>

Goldman Sachs (2011). *Covered Bond*. Sótt 3. desember 2013 af http://www.iimemberships.com/dl/creditroundtable/4a-20Covered%20Bonds%20_01%20March%202011_%20ELDAR%20DC.pdf

Grossmann, R., & Stöcker, O. (2013). Overview of covered bonds. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 143-149). Brussels: ECBC publication.

Harju, J., & Milward, J. (2013). The issuer's perspective; United Kingdom. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 485-495). Brussels: ECBC publication.

Hassler, O., & Caris, A. (2013). Covered bonds going global: forthcoming legislation and covered bond toolkit for regulations in emerging markets. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 41-50). Brussels: ECBC publication.

HM treasury (2011). *Review of the UK's regulatory framework for covered bonds*. London: HM treasury.

Hoskins, S. M., Jones, K., & Weiss, E. N. (2013). *An overview of the housing finance system in the Unites States*. Sótt 25. nóvember 2013 af <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/R42995.pdf>

Hrafn Magnússon (2003). *Hvað verður um peninga lífeyrissjóðanna*. Sótt 16. nóvember 2013 af vef Morgunblaðsins: http://www.mbl.is/greinasafn/grein/717391/?item_num=72&dags=2003-03-03

Íbúðalánsjóður (2013). *Íbúðalánsjóður, samandreginn árshlutareikningur 30. júní 2013*. Reykjavík: Íbúðalánsjóður.

Íslandsbanki (2012a). *Tveir flokkar sértryggðra skuldabréfa stækkaðir*. Sótt 31. október 2013 af <http://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/frettir/frett/?NewsID=0d3f9ed2-96b4-45a9-8537-c2133b9bcb1d>

Íslandsbanki (2012b). *Íslandsbanki gefur út nýjan flokk sértryggðra skuldabréfa*. Sótt 31. október 2013 af <http://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/frettir/frett/2012/10/18/Islandsbanki-gefur-ut-nyjan-flokk-sertryggdra-skuldabrefa--/>

Íslandsbanki (2013). *Cover pool information Q3*. Sótt 8. nóvember 2013 af
[http://www.islandsbanki.is/library/Skrar/IR/Cover%20Pool%20Report%20Q3%2013%20-%20Copy%20\(1\).pdf](http://www.islandsbanki.is/library/Skrar/IR/Cover%20Pool%20Report%20Q3%202013%20-%20Copy%20(1).pdf)

Íslandsbanki (á.á.a). *Afkoma og tilkynningar*. Sótt 30. nóvember 2013 af
<http://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/fjarfestatengsl/afkoma-og-tilkynningar/>

Íslandsbanki (á.á.b). *Sértryggð skuldabréf skráð í Kauphöll*. Sótt 5. nóvember 2013 af
<http://www.islandsbanki.is/um-islandsbanka/fjarfestatengsl/fjarmognun/sertryggd-skuldabref/>

Jón Rúnar Sveinsson (2013). Íslenska húsnæðislánakerfið til ársins 1999. Í R. A. ofl.,
Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðaláanasjóð o.fl. hluti 4 (bls. 3-20).
Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðaláanasjóð ofl.

Kaupthing (2012). *Successful restructuring of the Covered Bond Programme*. Sótt 30. desember 2013 af <http://www kaupthing com/home/announcements/all-announcements/2012/01/25/Successful-restructuring-of-the-Covered-Bond-Programme/>

Kothari, V. (2008). *The name is Bond. Covered Bond*. Sótt 15. október 2013 af
<http://www.vinodkothari.com/covered%20bonds%20article%20by%20vinod%20kothari.pdf>

Lánamál ríkisins (á.á.). *Lánshæfismat*. Sótt 17. október 2013 af
<http://www.lanamal.is/fagfjarfestar/lanshaefismat>

Landsbankinn (2013). *Landsbankinn Covered, bonds report september 2013*. Sótt 7. nóvember 2013 af
http://www.landsbankinn.is/Uploads/Documents/Bankinn/Covered-Bonds/20130910_Covered-bond-report.pdf

Landsbankinn (á.á.a). *Skýrslur og uppgjör*. Sótt 30. nóvember 2013 af
<http://bankinn.landsbankinn.is/fagfjarfestar/arsskyrslur-og-uppgjor/>

Landsbankinn (á.á.b). *Sértryggð skulabréf*. Sótt 6. nóvember 2013 af
<http://www.landsbankinn.is/fagfjarfestar/fjarmognun/sertryggd-skuldabref/>

Lindstrom, N., Soldera, J., & Soriano, J. P. (2013). Moody's covered bond rating method. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 523-527). Brussels: ECBC publication.

Lög um sértryggð skuldabréf, nr. 11/2008.

Melms, M., & Schulz, M. (2013). Covered bond ratings from an issuers perspective. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 99-106). Brussels: ECBC publication.

Nasdaq OMX Nordic (á.á.). *Nasdaq OMX Nordic*. Sótt 30. október 2013 af <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

Norska fjármálaeftirlitið (2012). *Summary of the report Financial Trends 2012*. Sótt 10. desember 2013 af <http://www.finanstilsynet.no/en/Document-repository/Reports/2012/Summary-of-the-report-Financial-trends-2012/>

Packer , F., Ryan, S., & Christian, U. (2007). The covered bond market. *BIS quarterly review*, 43-55.

Rannsóknarnefnd Alþingis (2010a). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir, bindi 2*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis samkvæmt lögum nr. 142/2008 um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna og tengdra atburða.

Rannsóknarnefnd Alþingis (2010b). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir, bindi 3*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis samkvæmt lögum nr. 14/2008 um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna og tengdra atburða.

Rannsóknarnefnd Alþingis (2010c). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir, bindi 7*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis samkvæmt lögum nr. 142/2008 um rannsókn á aðdraganda og orsökum falls íslensku bankanna og tengdra atburða.

Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl. (2013a). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl., 1. bindi*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl.

Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl. (2013b). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl., 2. bindi*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl.

Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl. (2013c). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl., 4. bindi*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis um Íbúðalánasjóð o.fl.

Realkreditrådet (2012). *The traditional Danish mortgage model*. Sótt 12. nóvember 2013 af http://www.housingeurope.eu/www.housingeurope.eu/uploads/file_Realkreditr%C3%A5det_engelsk_2012_skaerm.pdf

Reglur um eiginfjárkröfur og áhættugrunn fjármálafyrirtækja Nr. 215/2007.

Reglur um sértryggð skuldabréf, nr. 528/2008.

Reitun (2013). *Arion banki - Sértryggð skuldabréf; greining og mat á lánshæfi*. Sótt 4. nóvember 2013 af <http://www.reitun.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8c2ae374-e578-11e2-93d2-005056867cb9>

Reitun (á.á.). *Sértryggð skuldabréf, stundum öruggari en ríkisbréf*. Sótt 15. október 2013 af <http://reitun.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=55930cb6-7366-42a6-9aad-aff797852ee7>

Scanlon, K., & Whitehead, C. (2010). *The UK Mortgage Market: Dealing with Volatility*. Sótt 16. nóvember 2013 af vef Cambridge centre for housing & planning research: <http://www.cchpr.landecon.cam.ac.uk/Conference2010/Downloads/Papers/Scanlon%20K%20Paper.pdf>

Schwarcz, S. L. (2011). The Conundrum of Covered Bonds. *The business lawyer*, 66, 561-586.

Seðlabanki Íslands (2011). Fjármálastöðugleiki. 8. rit (1).

Seðlabanki Íslands (2012a). Fjármálastöðugleiki. 10. rit (1).

Seðlabanki Íslands (2012b). Sérrit Seðlabanka Íslands. *Varúðarreglur eftir fjármagnshöft* (nr. 6).

Seðlabanki Íslands (2013). Fjármálastöðugleiki. 13. rit (2).

Seðlabanki Íslands (á.á.a). *Hagvisar Seðlabanka Íslands: Myndagögn 25. október 2013*. Sótt 16. nóvember af <http://www.sedlabanki.is/utgefild-efni/rit-og-skyrslur/hagvisar/myndagogn/hv-oktober-2013/>

Seðlabanki Íslands (á.á.b). *Efnahagsyfirlit lífeyrissjóða – árlegt*. Sótt 16. nóvember 2013 af <http://hagtolur.sedlabanki.is/data/set/237y/#!ds=237y!2jxa=v.9&display=line>

Sigurður Erlingsson. (4. apríl 2013). *Sjónarhorn íbúðalánasjóðs; Ráðstefna SSF, ÍLS og ASÍ um framtíð húsnæðislána á Íslandi*. Sótt 28. nóvember 2013 af vef Samtaka fjármálafyrirtækja: http://www.sff.is/sites/default/files/sigurdur_erlingsson_-_erindi_a_radstefnu_um_framtid_fasteignalana.pdf

Sigurjón Örn Þórsson, Ármann Kr. Ólafsson, Jóhann G. Jóhannesson, & Árni Páll Árnason (2006). *Lokaálit stýrihóps um framtíðarstefnumótun um hlutverk og aðkomu stjórnvalda að íbúðalánamarkaðnum*. Sótt 27. nóvember 2013 af vef Velferðarráðuneytisins: http://www.velferdarraduneyti.is/media/acrobat-skjal/lokaalit_ibudalanasjodur.pdf

Steingrímur J. Sigfússon (2012). *Skýrsla atvinnuvega- og nýsköpunarráðherra um undirbúning lagafrumvarpa um bætta heildarumgjörð laga og reglna um íslenskt fjármálakerfi*. Sótt 27. nóvember 2013 af vef Alþingis: <http://www.althingi.is/althtext/141/s/pdf/1058.pdf>

Stöcker, O. (2011). *Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures*. Sótt 3. desember 2013 af vef The Association of German Pfandbrief: [http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/7238F70FAB10979AC1257C0E002FD02C/\\$FILE/Beitrag_Stoecker_%20HFI_%20Winter_%202011.pdf?OpenElement](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/0/7238F70FAB10979AC1257C0E002FD02C/$FILE/Beitrag_Stoecker_%20HFI_%20Winter_%202011.pdf?OpenElement)

Sveinn Agnarsson, & Sigurður Jóhannesson (2011). The Icelandic housing market: recovering after turbulent times. *Housing finance international*, 41-45.

Velferðarráðuneytið (2013a). *Skýrsla starfshóps um framtíðarhorfur og framtíðarhlutverk íbúðalánasjóðs*. Reykjavík: Velferðarráðuneytið.

Velferðarráðuneytið (2013b). *Tillögur mótaðar um framtíðarstefnu í húsnæðismálum*. Sótt 27. nóvember 2013 af <http://www.velferdarraduneyti.is/frettir-vel/nr/33978>

Winkler, S. (2013). The issuers perspective; United States. Í European covered bond council, *European covered bond fact book* (bls. 497-506). Brussels: ECBC publication.

Zandi, M., & deRitis, C. (2011). *The future of the mortgage financial system*. Moody's analytics. Philadelphia: Moody's analytics.

Viðauki 1 – Umfang sértryggðra skuldabréfa eftir löndum

Tafla a) Útistandandi sértryggð og breytingar milli ára auk umfangs fasteigna í þeim tilvikum sem undirliggjandi veð eru ekki einungis fasteignalán. Heimild: ECBC; eigin útreikningar.

(í milljónum EUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Meðaltal
Astrálía									2.142	34.902	18.522
Breyting á milli ára											1529,41%
Austurírík	10.750	10.750	17.038	19.495	19.325	22.299	24.934	27.200	42.290	42.841	23.692
Breyting á milli ára	0,00%	58,49%	14,42%	-0,87%	15,39%	11,82%	9,09%	55,48%	1,30%	18,35%	
Fasteignir	4.000	4.000	4.000	3.880	4.125	4.973	5.317	7.645	17.174	17.010	7.212
Breyting á milli ára	0,00%	0,00%	-3,00%	6,31%	20,56%	6,92%	43,78%	124,64%	-0,95%	22,03%	
Bandaríkin					12.859	12.937	12.888	11.497	9.546	6.000	10.955
Breyting á milli ára						0,61%	-0,38%	-10,79%	-16,97%	-37,15%	-12,94%
Belgía										2.590	2.590
Breyting á milli ára										n/a	n/a
Bretland	5.000	15.668	28.384	54.265	84.874	203.856	203.905	206.763	188.707	188.985	118.041
Breyting á milli ára	213,36%	81,16%	91,18%	56,41%	140,19%	0,02%	1,40%	-8,73%	0,15%	63,90%	
Fasteignir	5.000	15.668	28.384	54.265	84.874	203.856	200.466	203.215	185.052	185.243	116.602
Breyting á milli ára	213,36%	81,16%	91,18%	56,41%	140,19%	-1,66%	1,37%	-8,94%	0,10%	63,69%	
Danmörk	211.610	222.463	253.326	267.039	252.450	262.185	326.631	339.227	351.528	365.885	285.234
Breyting á milli ára	5,13%	13,87%	5,41%	-5,46%	3,86%	24,58%	3,86%	3,63%	4,08%	6,55%	
Fasteignir	204.695	216.133	246.411	260.367	244.696	255.140	319.434	332.505	345.529	359.560	278.447
Breyting á milli ára	5,59%	14,01%	5,66%	-6,02%	4,27%	25,20%	4,09%	3,92%	4,06%	6,75%	
Finnland	250	1.500	3.000	4.500	5.750	7.625	10.125	18.839	26.684	8.697	
Breyting á milli ára		500,00%	100,00%	50,00%	27,78%	32,61%	32,79%	86,06%	41,64%	108,86%	
Frakkland	86.949	105.766	124.773	154.602	200.055	264.479	289.234	320.480	365.998	361.890	227.423
Breyting á milli ára	21,64%	17,97%	23,91%	29,40%	32,20%	9,36%	10,80%	14,20%	-1,12%	17,60%	
Fasteignir	21.079	26.816	32.133	43.012	63.555	119.092	134.757	156.239	198.395	208.297	100.338
Breyting á milli ára	27,22%	19,83%	33,86%	47,76%	87,38%	13,15%	15,94%	26,98%	4,99%	30,79%	
Gírikkland							5.000	6.500	19.750	18.046	13.809
Breyting á milli ára							30,00%	203,85%	0,00%	-8,63%	56,30%
Holland		2.000	8.132	15.973	21.667	29.057	41.273	54.115	61.515	29.217	
Breyting á milli ára		306,60%	96,42%	35,65%	34,11%	42,04%	31,11%	13,67%	79,94%		
Irland	12.362	29.204	45.105	61.814	64.779	75.688	80.676	65.529	61.767	52.645	54.957
Breyting á milli ára	136,24%	54,45%	37,04%	4,80%	16,84%	6,59%	-18,78%	-5,74%	-14,77%	24,08%	
Fasteignir	2.000	4.140	11.900	13.575	23.075	29.725	29.037	30.007	25.099	18.729	
Breyting á milli ára	107,00%	187,44%	14,08%	69,98%	28,82%	-2,31%	3,34%	-16,36%	49,00%		
Ísland				467	478	492	685	807	808	893	661
Breyting á milli ára				2,36%	2,93%	39,23%	17,81%	0,12%	10,52%	12,16%	
Italia		4.000	8.063	8.063	14.563	23.063	37.017	63.767	126.705	35.655	
Breyting á milli ára		101,58%	0,00%	80,62%	58,37%	60,50%	72,26%	98,70%	67,43%		
Fasteignir					6.500	14.000	26.925	50.768	116.405	42.920	
Breyting á milli ára						115,38%	92,32%	88,55%	129,29%	106,39%	
Kanada				2.000	6.574	7.525	18.003	38.610	49.121	20.306	
Breyting á milli ára					228,70%	14,47%	139,24%	114,46%	27,22%	104,82%	
Kýpur								5.200	4.550	4.875	
Breyting á milli ára									-12,50%	-12,50%	
Lettland	35	54	60	63	90	90	85	63	37	-	58
Breyting á milli ára	54,29%	11,11%	5,00%	42,86%	0,00%	-5,56%	-25,88%	-41,27%	-100,00%	-6,61%	
Lúxemborg	16.870	19.627	24.968	28.510	33.891	35.617	31.645	28.889	26.700	24.859	27.158
Breyting á milli ára	16,34%	27,21%	14,19%	18,87%	5,09%	-11,15%	-8,71%	-7,58%	-6,90%	5,26%	
Fasteignir					150	150	-	-	-	-	64
Breyting á milli ára					0,00%	0,00%	-100,00%	-	-	-	-16,67%
Noregur					6.371	21.924	54.333	72.238	95.611	110.205	60.114
Breyting á milli ára					244,12%	147,82%	32,95%	32,36%	15,26%	94,50%	
Fasteignir					6.371	21.924	53.582	70.401	91.852	107.462	58.599
Breyting á milli ára					244,12%	144,40%	31,39%	30,47%	16,99%	93,47%	
Nýja Sjáland							1.247	3.656	6.741	3.881	
Breyting á milli ára								193,18%	84,38%	138,78%	
Panama									152	152	
Breyting á milli ára									n/a	n/a	
Portúgal				2.000	7.850	15.020	23.270	30.240	35.747	35.870	21.428
Breyting á milli ára					292,50%	91,34%	54,93%	29,95%	18,21%	0,34%	81,21%
Fasteignir				2.000	7.850	14.870	22.120	28.840	34.347	34.570	20.657
Breyting á milli ára					292,50%	89,43%	48,76%	30,38%	19,10%	0,65%	80,13%
Pólland	160	220	558	453	807	698	722	636	639	768	566
Breyting á milli ára	37,50%	153,64%	-18,82%	78,15%	-13,51%	3,44%	-11,91%	0,47%	20,19%	27,68%	
Fasteignir	160	220	558	453	676	561	583	511	527	657	491
Breyting á milli ára	37,50%	153,64%	-18,82%	49,23%	-17,01%	3,92%	-12,35%	3,13%	24,67%	24,88%	
Slovákia	510	1.052	1.583	2.214	2.738	3.576	3.608	3.442	3.768	3.835	2.633
Breyting á milli ára	106,27%	50,48%	39,86%	23,67%	30,61%	0,89%	-4,60%	9,47%	1,78%	28,71%	
Spánn	62.011	101.907	159.853	226.358	284.013	332.804	353.474	362.499	401.865	440.345	272.513
Breyting á milli ára	64,34%	56,86%	41,60%	25,47%	17,18%	6,21%	2,55%	10,86%	9,58%	26,07%	
Fasteignir	57.111	94.707	150.213	214.768	266.959	315.055	336.750	343.401	369.208	406.736	255.491
Breyting á milli ára	65,83%	58,61%	42,98%	24,30%	18,02%	6,89%	1,98%	7,52%	10,16%	26,25%	
Suður Kórea							773	1.120	2.171	2.407	1.618
Breyting á milli ára							44,91%	93,83%	10,89%	49,88%	
Sviss	30.326	29.941	29.010	29.395	29.013	36.180	46.283	62.046	71.881	85.714	44.979
Breyting á milli ára	-1,27%	-3,11%	1,33%	-1,30%	24,70%	27,92%	34,06%	15,85%	19,24%	13,05%	
Svíþjóð	n/a	n/a	n/a	55.267	92.254	117.628	133.903	188.750	208.894	220.374	145.296
Breyting á milli ára				66,92%	27,50%	13,84%	40,96%	10,67%	5,50%	27,57%	
Tékkland	1.638	1.956	4.452	5.543	8.213	8.091	8.179	8.234	8.546	9.056	6.391
Breyting á milli ára	19,43%	127,63%	24,50%	48,17%	-1,49%	1,09%	0,67%	3,79%	5,97%	25,53%	
Ungverjaland	3.568	4.962	5.072	5.924	5.987	7.105	7.375	6.323	5.175	4.958	5.645
Breyting á milli ára	39,07%	2,22%	16,80%	1,06%	18,67%	3,80%	-14,26%	-18,16%	-4,19%	5,00%	
Þýskaland	1.056.691	1.010.112	975.930	948.810	888.558	805.623	719.460	639.842	585.990	524.876	815.589
Breyting á milli ára	-4,41%	-3,38%	-2,78%	-6,35%	-9,33%	-10,70%	-11,07%	-8,42%	-10,43%	-7,43%	
Fasteignir	256.027	246.636	237.547	223.306	206.489</						

Tafla b) Útistandandi sértryggð og breytingar milli ára auk umfangs fasteigna í þeim tilfellum sem undirleggjandi veð eru ekki einungis fasteignalán. Heimild: ECBC; eigin útreikningur.

(í milljónum EUR)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Meðaltal
Astralia											
Breyting á milli ára											1428,06%
Austuríkí	2.831	n/a	3.805	5.286	5.090	10.682	3.943	11.725	10.778	10.687	7.203
Breyting á milli ára	n/a	n/a	916,82%	-9,97%	-32,57%	9,16%	149,65%	1,78%	3,85%	148,39%	
Fasteignir	1.029	n/a	214	2.176	1.959	1.321	1.442	3.600	3.664	3.805	2.134
Breyting á milli ára	n/a	n/a	916,82%	-9,97%	-32,57%	9,16%	149,65%	1,78%	3,85%	148,39%	
Bandaríkin				4.000	8.859	-	-	-	-	-	1.837
Breyting á milli ára				121,48%	-100,00%						3,58%
Belgía											2.590
Breyting á milli ára											n/a
Bretland	5.000	10.668	12.675	25.813	31.673	120.906	33.870	25.900	36.983	37.109	34.060
Breyting á milli ára	113,36%	18,81%	103,65%	22,70%	281,73%	-71,99%	-23,53%	42,79%	0,34%	54,21%	
Fasteignir	5.000	10.668	12.675	25.813	31.673	120.906	30.431	25.900	36.983	37.109	33.716
Breyting á milli ára	113,36%	18,81%	103,65%	22,70%	281,73%	-74,83%	-14,89%	42,79%	0,34%	54,85%	
Dannórk	100.045	95.148	151.545	114.974	73.470	103.465	126.419	148.611	145.268	187.319	124.626
Breyting á milli ára	-4,90%	59,27%	-24,13%	-36,10%	40,83%	22,19%	17,55%	-2,25%	28,95%	11,27%	
Fasteignir	99.727	95.009	149.708	114.014	70.955	103.230	125.484	148.475	145.147	185.845	123.759
Breyting á milli ára	-4,73%	57,57%	-23,84%	-37,77%	45,49%	21,56%	18,32%	-2,24%	28,04%	11,38%	
Finnland	250	1.250	1.500	1.500	1.250	2.125	5.250	9.964	9.368	3.606	
Breyting á milli ára		400,00%	20,00%	0,00%	-16,67%	70,00%	147,06%	89,79%	-5,98%	88,03%	
Frakkland	22.281	25.487	28.617	42.034	60.623	79.637	59.112	72.664	101.986	58.511	55.095
Breyting á milli ára	14,39%	12,28%	46,88%	44,22%	31,36%	-25,77%	22,93%	40,35%	-42,63%	16,00%	
Fasteignir	6.181	5.737	6.397	12.637	21.670	59.734	29.373	42.895	84.416	49.260	31.830
Breyting á milli ára	-7,18%	11,50%	97,55%	71,48%	175,65%	-50,83%	46,04%	96,80%	-41,65%	44,37%	
Gírskland						5.000	1.500	17.250	5.000	-	5.750
Breyting á milli ára								-70,00%	105,00%	-71,01%	-100,00%
Holland		2.000	6.132	7.873	5.608	7.725	13.710	14.163	10.738	8.494	
Breyting á milli ára			206,60%	28,39%	-28,77%	37,75%	77,48%	3,30%	-24,18%	42,94%	
Írland	12.362	17.047	15.576	17.475	11.208	22.171	17.975	6.060	9.290	5.500	13.466
Breyting á milli ára	37,90%	-8,63%	12,19%	-35,86%	97,81%	-18,93%	-66,29%	53,30%	-40,80%	3,41%	
Fasteignir		2.000	2.000	7.753	1.675	9.506	14.801	6.000	9.290	5.500	6.503
Breyting á milli ára		0,00%	287,65%	-78,40%	467,52%	55,70%	-59,46%	54,83%	-40,80%	85,88%	
Ísland				467	-	321	-	-	-	113	129
Breyting á milli ára				-100,00%	n/a	-100,00%	n/a	n/a	n/a	n/a	-100,00%
Ítalía		4.000	4.063	-	6.500	10.500	14.925	35.161	70.768	18.240	
Breyting á milli ára		1,58%	-100,00%	n/a	61,54%	42,14%	135,58%	101,27%	40,35%		
Fasteignir					6.500	7.500	12.925	29.261	70.768	25.391	
Breyting á milli ára							15,38%	72,33%	126,39%	141,85%	88,99%
Kanada				2.000	4.574	951	12.650	20.441	12.941	8.926	
Breyting á milli ára					128,70%	-79,21%	1230,18%	61,59%	-36,69%	260,91%	
Kýpur								5.200	-	2.600	
Breyting á milli ára									-100,00%	-100,00%	
Lettland	11	22	4	20	19	25	-	-	-	-	10
Breyting á milli ára	100,00%	-81,82%	400,00%	-5,00%	31,58%	-100,00%	n/a	n/a	n/a	n/a	57,46%
Lúxemborg	4.528	5.516	9.611	9.880	10.052	3.967	3.083	3.524	2.788	2.660	5.561
Breyting á milli ára	21,82%	74,24%	2,80%	1,74%	-60,54%	-22,28%	14,30%	-20,89%	-4,59%	0,73%	
Fasteignir				150	-	-	-	-	-	-	21
Breyting á milli ára				-100,00%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-100,00%
Noregur					6.458	15.660	30.856	22.483	30.509	23.888	21.642
Breyting á milli ára						142,49%	97,04%	-27,14%	35,70%	-21,70%	45,28%
Fasteignir					6.458	15.660	30.105	21.062	28.135	22.946	20.728
Breyting á milli ára						142,49%	92,24%	-30,04%	33,58%	-18,44%	43,97%
Nýja Sjáland							1.247	2.409	3.192	2.283	
Breyting á milli ára								93,18%	32,50%	62,84%	
Panama									152	152	
Breyting á milli ára									n/a	n/a	
Portugal			2.000	5.850	7.170	8.250	12.120	9.300	4.850	7.077	
Breyting á milli ára			192,50%	22,56%	15,06%	46,91%	-23,27%	-47,85%	34,32%		
Fasteignir			2.000	5.850	7.020	7.250	11.870	9.300	4.850	6.877	
Breyting á milli ára				192,50%	20,00%	3,28%	63,72%	-21,65%	-47,85%	35,00%	
Pólland	123	63	224	52	337	222	88	164	269	289	183
Breyting á milli ára	-48,78%	255,56%	-76,79%	548,08%	-34,12%	-60,36%	86,36%	64,02%	7,43%	82,38%	
Fasteignir	123	63	224	52	206	197	88	138	269	228	159
Breyting á milli ára	-48,78%	255,56%	-76,79%	296,15%	-4,37%	-55,33%	56,82%	94,93%	-15,24%	55,88%	
Slovákiá	355	549	584	676	803	1.414	707	1.179	867	785	792
Breyting á milli ára	54,65%	6,38%	15,75%	18,79%	76,09%	-50,00%	66,76%	-26,46%	-9,46%	16,94%	
Spaní	34.102	39.435	60.220	75.040	55.857	44.080	57.816	92.411	105.253	62.175	
Breyting á milli ára	15,64%	52,71%	24,61%	-23,32%	-2,92%	-21,08%	31,16%	59,84%	13,90%	16,72%	
Fasteignir	28.502	37.835	57.780	69.890	51.801	54.187	43.580	51.916	72.077	98.846	56.641
Breyting á milli ára	32,75%	52,72%	20,96%	-25,88%	4,61%	-19,57%	19,13%	38,83%	37,14%	17,85%	
Sudur Kórea							773	347	1.051	178	587
Breyting á milli ára								-55,09%	202,78%	-83,08%	21,53%
Sviss	3.027	2.755	4.171	4.967	4.559	5.316	12.414	14.834	15.379	19.723	8.715
Breyting á milli ára	-8,99%	51,40%	19,08%	-8,21%	16,60%	133,52%	19,49%	3,67%	28,25%	28,31%	
Svíþjóð	n/a	n/a	n/a	17.569	36.638	43.488	53.106	79.910	69.800	48.936	49.921
Breyting á milli ára					108,54%	18,70%	22,12%	50,47%	-12,65%	-29,89%	26,21%
Tékkland	666	744	2.558	956	3.501	938	738	723	770	1.309	1.290
Breyting á milli ára	11,82%	243,68%	-62,63%	266,14%	-73,21%	-21,32%	-2,03%	6,50%	70,00%	48,77%	
Ungverjaland	2.961	2.381	808	1.418	331	3.331	3.209	542	2.264	1.140	1.839
Breyting á milli ára	-19,59%	-66,06%	75,50%	-76,66%	906,34%	-3,66%	-83,11%	317,71%	-49,65%	111,20%	
Pýskaland	211.414	173.925	172.699	167.162	135.375	152.921	110.389	86.979	72.796	56.556	134.022
Breyting á milli ára	-17,73%	-0,70%	-3,21%	-19,02%	12,96%	-27,81%	-21,21%	-16,31%	-22,31%	-12,81%	
Fasteignir	57.621	40.773	33.722	35.336	26.834	57.345	56.852	42.216	40.911	38.540	43.015
Breyting á milli ára	-29,24%	-17,29%	4,78%	-24,06%	113,70%	-0,86%	-25,74%	-3,09%	-5,80%	1,38%	
Samtals	399.707	373.991	470.348	501.484	463.758	650.422	531.813	610.614	696.989	707.286	540.641
Breyting á milli ára	-6,43%	25,76%	6,62%	-7,52%	40,25%	-18,24%	14,82%	14,15%	1,48%	7,88%	
Samtols fasteignir	210.004	204.362	280.671	316.157	297.004	511.145	438.066	523.271	613.262	665.643	405.959
Breyting á milli ára	-2,69%	37,34%	12,64%	-6,06%	72,10%	-14,30%	19,45%	17,20%	8,54%	16,03%	

Viðauki 2 – Fjármagnsskipan íslensku bankanna

Tafla a) Fjármagnsskipan Íslandsbanka. Heimild: Ársskýrslur Íslandsbanka.

Íslandsbanki - skuldir og eigið fé					
Ársskýrla	2013 Q3	2012	2011	2010	2009
Fjárskuldir	12.866	18.435	13.373	9.519	7.332
Innlán fjármálfyrirtækja og SÍ	29.767	38.272	62.845	96.238	139.092
Innlán viðskiptavina	496.453	471.156	462.943	327.158	339.659
Lántaka	79.195	66.574	63.221	55.425	69.190
Útgefin óskráð skuldabréf (vixlar)	47.536	51.335	55.742	52.717	56.827
Sértryggð skuldabréf	30.201	13.713	3.855	-	-
Aukning milli ára	120,24%	255,72%			
Lán frá lántofnunum	56	8	333	353	1.446
Önnur lántaka	1.401	1.515	3.291	2.355	10.917
Víkjandi lán	22.565	23.450	21.937	21.241	24.843
Aðrar skuldir	62.024	57.831	47.893	52.178	45.123
Eigið fé	159.664	147.660	123.703	121.463	92.103
Samtals	862.534	823.378	795.915	683.222	717.342
Fjármögnun ÍSB	627.980	599.452	610.946	500.062	572.784
með eigið fé	787.644	747.112	734.649	621.525	664.887

Tafla b) Fjármagnsskipan Arion banka. Heimild: Ársskýrslur Arion banka.

Arion banki - skuldir og eigið fé					
Ársskýrla	2013 Q3	2012	2011	2010	2009
Fjárskuldir	9.834	13.465	4.907	999	88
Innlán fjármálfyrirtækja og SÍ	28.548	32.990	16.160	95.646	113.647
Innlán viðskiptavina	471.768	448.683	489.995	457.881	495.465
Lántaka	206.065	195.085	187.203	65.278	11.042
Sértryggð skuldabréf	131.741	124.992	117.915	-	-
Útgefin skuldabréf	18.312	8.909	8.881	7.156	-
Önnur lán	56.012	61.184	60.407	58.122	11.042
Víkjandi lán	32.809	34.220	32.105	26.257	-
Aðrar skuldir	47.033	45.354	47.193	57.018	47.068
Eigið fé	140.887	130.878	114.558	109.536	90.034
Samtals	936.944	900.675	892.121	812.615	757.344
Fjármögnun ARION	739.190	710.978	725.463	645.062	620.154
með eigið fé	880.077	841.856	840.021	754.598	710.188

Tafla b) Fjármagnsskipan Landsbankans. Heimild: Ársskýrslur Landsbankans.

Landsbankinn - skuldir og eigið fé					
Ársskýrla	2013 Q3	2012	2011	2010	2009
Fjárskuldir	8.078	9.438	7.916	7.119	5.943
Innlán fjármálfyrirtækja og SÍ	110.460	98.718	112.876	147.478	98.228
Innlán viðskiptavina	465.742	421.058	443.590	371.558	452.655
Veðtryggð skuldabréf	298.938	221.791	277.076	261.313	306.493
Sértryggð skuldabréf	1.182	-	-	-	-
Útgefin skuldabréf	297.756	221.791	277.076	261.313	306.493
Skilyrt skuldabréf	-	87.474	60.826	26.510	10.241
Aðrar skuldir	40.224	21.142	32.954	82.290	29.949
Eigið fé	234.712	225.166	200.244	184.866	157.592
Samtals	1.158.154	1.084.787	1.135.482	1.081.134	1.061.101
Fjármögnun LBÍ	875.140	829.041	894.368	806.859	867.617
með eigið fé	1.109.852	1.054.207	1.094.612	991.725	1.025.209