

## Samandregnar niðurstöður

- Skuggabankastarfsemi felur í sér miðlun lánsfjármagns fyrir tilstilli aðila eða starfsemi utan hins hefðbundna bankakerfis samkvæmt skilgreiningu Alþjóðlega fjármálastöðugleikaráðsins (e. Financial Stability Board, FSB).<sup>1</sup> Við greiningu á umfangi skuggabankakerfa er mikilvægt að horfa til fleiri en einnar skilgreiningar og aðferðafræði til þess að ná betur utan um það sem gæti talist til skuggabankastarfsemi og áhættuþætti tengda henni. Líta þarf til þeirra aðila sem miðla fjármagni utan hins hefðbundna bankakerfis og til starfsemi sem telst óhefðbundin fjármögnun, hvort sem er innan banka eða utan.
- Fjölbreytni í vöru- og þjónustuframboði er almennt af hinu góða. Skuggabankastarfsemi býður upp á fjármögnun og fjárfestingar sem eru ekki hluti af hefðbundinni bankastarfsemi. Þannig aukast bæði framboð og möguleikar til áhættudreifingar. Á hinn bóginn geta ákveðnir þættir skuggabankastarfsemi leitt til samþjöppunar áhættu, hættu á keðjuverkun og skapað möguleika á regluverkhögnun (e. regulatory arbitrage). FSB hefur ráðlagt stjórnvöldum að fylgjast vel með þessum þáttum. Í því samhengi er sérstaklega vert að athuga mögulegan flutning áhættu úr hinu hefðbundna bankakerfi í aðra hluta fjármálakerfisins, einkum þar sem hert hefur verið á lögum og reglum sem gilda um hið fyrrnefnda í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar.
- Birtingarmynd skuggabankastarfsemi fer eftir eðli og uppbyggingu efnahags- og fjármálakerfa einstakra hagkerfa. Starfsemin er algengari í þróuðum hagkerfum en vöxtur undanfarin ár hefur að mestu verið í nýmarkaðsríkjum, ekki síst Kína. Mikið framboð af lausu fé sem leitar ávöxtunar er eitt af því sem stuðlar að vexti skuggabankakerfa. Sjóðsöfnun lífeyrissjóða og gjaldeyrishöft geta því örvað eftirspurn eftir skuggabankastarfsemi hér á landi. Þrátt fyrir það virðist skuggabankakerfið lítið á Íslandi í alþjóðlegum samanburði. Í víðum skilningi skuggabankastarfsemi eru birtingamyndir hennar hér á landi helst lánastarfsemi ýmissa lánafyrirtækja, verðbréfasjóðir, eignavarin skuldabréf (e. asset backed securities), sértrygð skuldabréf (e. covered bonds) og skuldabréfaútgáfa aðila utan hins hefðbundna bankakerfis.
- Seðlabankinn hefur metið stærð íslenska skuggabankakerfisins miðað við aðferðafræði FSB og stöðu í lok árs 2013. Hér nemur skuggabankakerfið 8% af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði eða um 40% af landsframleiðslu (VLF). Til samanburðar er skuggabankakerfi heimsúrtaks FSB um 25% af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði og 120% af VLF.<sup>2</sup> Tengsl bankakerfisins og skuggabankakerfisins virðast hins vegar vera nokkuð meiri hér á landi en í mörgum löndum heimsúrtaks FSB.
- Þrátt fyrir vísbendingar um að skuggabankastarfsemi sé hlutfallslega minni hér á landi en víða erlendis er mikilvægt að fjármálastöðugleikaráð og aðildarstofnanir þess horfi til hennar við mat

---

<sup>1</sup> FSB. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, október 2011. Skilgreining FSB á skuggabankastarfsemi er sú sem hefur mest verið notuð. Hins vegar eru til fleiri skilgreiningar á starfseminni og mismunandi aðferðafræði er notuð við greiningu á umfangi starfseminnar.

<sup>2</sup> FSB. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, október 2014.

á fjármálastöðugleika, enda eru aðstæður fyrir vöxt skuggabankastarfsemi fyrir hendi. Stjórnvöld þurfa auk þess að gefa skýr skilaboð um hvaða þætti fjármálakerfisins þau styðja ef áföll verða. Fylgjast þarf sérstaklega með skuggabankastarfsemi sem rýrir vernd innstæðueigenda eða eykur áhættu þeirra sem hafa Seðlabanka Íslands sem lánveitanda til þrautavara.

- Eftirlit með skuggabankastarfsemi grundvallast á því að umfang, eðli og áhætta séu mæld og mælanleg. Til þess að svo megi vera þarf að skilgreina hvaða stofnanir og starfsemi teljast til skuggabankakerfisins og tryggja að upplýsingar séu fyrir hendi. Nokkuð hefur skort á að nægar upplýsingar séu til staðar, bæði hér á landi og erlendis. Nýir fjármálareikningar Seðlabankans og Hagstofunnar eru þó skref í rétta átt. Þörf er á ítarlegri flokkun fjármálareikninganna sem og upplýsingaöflun frá fleiri aðilum þannig að hægt verði að meta stærð skuggabankakerfisins með viðunandi hætti. Ný Evrópulöggjöf sem innleidd verður hér á landi á næstu árum mun auka skráningu og gagnsæi viðskipta utan hefðbundinnar bankastarfsemi. Mikilvægt er að áfram verði unnið að þróun fjármálareikninganna og að tryggt verði að gagnasöfnun sem innleiðing nýrra Evrópugerða gerir mögulega nýtist eftirlitsstofnunum.
- Samhæfð viðbrögð við skuggabankastarfsemi eru mikilvæg til þess að koma í veg fyrir regluverkshögnun milli landa. Evrópusambandið hefur unnið að viðbrögðum við þeirri áhættu sem kann að myndast í skuggabankakerfinu og mun Ísland fylgja þeim í gegnum aðild sína að Evrópska efnahagssvæðinu. Breytingarnar fela m.a. í sér skráningu og eftirlit með fleiri aðilum á fjármálamarkaði, tilkynningu viðskipta til miðlægra aðila og auknar kröfur á rekstarfélög sérhæfðra sjóða og peningamarkaðssjóði. Löggjöfin er enn í mótun og erfitt að segja hvort hún taki í reynd á þeim vanda sem íslensk birtingarmynd skuggabankakerfisins kann að hafa í för með sér. Nefnd um skuggabankastarfsemi leggur til að varlega verði farið í að setja séríslenska löggjöf í tengslum við skuggabankastarfsemi þar til innleiðingarvinnu fyrrgreinds Evrópuregluverks er lokið og áhrif þeirra breytinga eru komin fram. Á sama tíma þarf þó að tryggja að aðilar á fjármálamarkaði geti ekki sniðgengið kröfur sem gerðar eru til þeirra, þ.m.t. með því að umbreyta áhættu í ásýnd en ekki reynd til þess að breyta áhættuflokkun, mati á áhættu eða til að komast hjá heimildum. Í því sambandi má nefna að unnið er að breytingum á lagaákvæðum um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða til að taka á slíkri áhættu.

## 1. Inngangur

Nefnd um skuggabankakerfið var skipuð af fjármála- og efnahagsáðherra 15. apríl 2014. Í skipunarbréfi nefndarinnar var vikið að því hvernig yfirstandandi umbætur á lagalegri umgjörð fjármálakerfisins, m.a. með auknum kröfum um eigið fé, lausafé og áhættustýringu auk fjármagnshafta geta haft í för með sér ruðningsáhrif á aðra þætti kerfisins og uppbyggingu óæskilegrar áhættu.

Nefndinni var ætlað að kortleggja skuggabankakerfið á Íslandi, hugsanleg áhrif aukinna krafna á fjármálafyrirtæki á aðra þætti fjármálakerfisins og alþjóðlega þróun á þessu sviði. Nefndin átti að líta til þeirrar vinnu sem væri í gangi á þróun löggjafar um fjárfestingarsjóði að evrópskri fyrirmynd og tillagna framkvæmdastjórnar ESB um löggjöf um peningamarkaðssjóði. Þá skyldi hún einnig kanna erlenda löggjöf um sértækar fjárfestingareiningar (e. Special Purpose Vehicle, SPV).

Í nefndinni sátu Tómas Brynjólfsson og Guðmundur Kári Kárasón frá fjármála- og efnahagsráðuneyti, Guðrún Sóley Gunnarsdóttir og Steinn Friðriksson frá Seðlabanka Íslands og Arnfríður K. Arnardóttir og Sigurður Árni Kjartansson frá Fjármálaeftirlitinu. Með nefndinni störfuðu einnig Einar Jón Erlingsson frá Fjármálaeftirlitinu og Tinna Finnbogadóttir frá fjármála- og efnahagsráðuneyti.

## 2. Skuggabankastarfsemi og áhætta

Hugtakið skuggabankastarfsemi (e. shadow banking) leit dagsins ljós árið 2007 í tengslum við ótrygga fjármögnun fjármagnsmiðlara utan hins hefðbundna bankakerfis og mögulega kerfisáhættu sem fylgt getur flóknum fjármálagerningum.<sup>3</sup> Síðan þá hefur hugtakið verið skilgreint með skilmerkilegum hætti en þó getur verið mismunandi hvernig umfang og stærð skuggabankakerfa er metin. Mikilvægt er að styðjast við fleiri en eina aðferðafræði við mat á stærð skuggabankakerfa en víðsýni eykur líkur á því að betur sé náð utan um það sem getur talist til skuggabankastarfsemi og áhættuþætti tengda henni. Útbreiddasta skilgreining á skuggabankastarfsemi er sennilega sú sem Alþjóðlega fjármálastöðugleikaráðið (e. Financial Stability Board, hér eftir FSB) birti í tillögum sínum að úrbótum á eftirliti með skuggabankastarfsemi. Samkvæmt skilgreiningu ráðsins felur skuggabankastarfsemi í sér miðlun lánsfjármagns fyrir tilstilli aðila eða starfsemi utan hins hefðbundna bankakerfis.<sup>4,5</sup> FSB og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (e. International Monetary Fund, hér eftir AGS) meta umfang skuggabankastarfsemi með ólíkum hætti. FSB leitast við að mæla umfangið út frá því hvaða aðilar miðla fjármagninu en AGS út frá starfseminni sjálfri og lítur þá til fjármögnunar aðila á fjármálamarkaði, óháð því hvort starfsemin fari fram innan eða utan hins hefðbundna bankakerfis. Öll óhefðbundin fjármögnun (e. non-traditional/non-core funding) er þá talin til skuggabankastarfsemi. Nánar er fjallað um það sem telst til skuggabankastarfsemi í töflum hér aftar.

Í umræðu um skuggabankastarfsemi hefur iðulega verið fjallað um neikvæða þætti starfseminnar, svo sem aukna kerfisáhættu og sniðgöngu regluverks. Skuggabankastarfsemi er aftur á móti eðlilegur hluti fjármálakerfa og mikilvæg staðkvæmd við hefðbundna bankastarfsemi. Skuggabankastarfsemi er til að mynda til þess fallin að auka fjölbreytni og áhættudreifingu á mörkuðum og kann að stuðla

<sup>3</sup> McCulley, P.A. Teton Reflections. *PIMCO Global Central Bank Focus*, september 2007.

<sup>4</sup> FSB. Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, október 2011.

<sup>5</sup> Almenn er litið svo á að hefðbundin bankastarfsemi feli í sér umbreytingu innlána yfir í útlán.

að betra gjalddagajafnvægi og auka seljanleika.<sup>6</sup> Vöxtur skuggabankakerfa getur því verið merki um dýpkun fjármálamarkaða.<sup>7</sup> Áhætta af skuggabankastarfsemi felst í aukinni skuldsetningu, minna gagnsæi, umboðsvanda, hættu á áhlaupum og uppbyggingu kerfisáhættu. Skuggabankastarfsemi getur auk þess haft marga eiginleika hefðbundinnar bankastarfsemi og áhættan verið svipuð, svo sem vegna gjalddaga- og seljanleikamisræmis. Almennigur gerir oft ekki greinarmun á skuggabankastarfsemi og hefðbundinni bankastarfsemi sem getur verið óæskilegt þegar kemur að neytendavernd og opinberum stuðningi við kerfislega mikilvæga aðila í bankastarfsemi.

Gott dæmi um óljósan mun á hefðbundinni bankastarfsemi og skuggabankastarfsemi er starfsemi peningamarkaðssjóða. Fyrir fjármálaáfallið ráku viðskiptabankarnir peningamarkaðssjóði í gegnum rekstrarfélög. Svo virðist sem hlutdeildarskírteinishafar hafi margir litið á skírteini sín sem ígildi innlána og því nytu þau trygginga sem slík. Fé sem lagt var í sjóðina var aftur á móti nýtt til ýmissa fjárfestinga sem sumar hverjar voru illseljanlegar, sérstaklega þegar fyrstu merki um alvarlega stöðu á fjármálamarkaði komu fram.<sup>8</sup> Þrátt fyrir að hefðbundnir bankar búi við sams konar gjalddagamisræmi milli skammtímaskulda (innlána) og langtímaeigna (útlána) þá er sá munur alla jafna á hefðbundinni bankastarfsemi og skuggabankastarfsemi að sú fyrrnefnda nýtur almennt ákveðinna trygginga, þar sem greitt er í tryggingarsjóð innstæðueigenda og seðlabankar geta veitt þrautarvaralán vegna lausafjárskorts til skamms tíma. Þegar langtímaeignir eru fjármagnaðar með skammtímaskuldum með mikinn seljanleika er hætt við því að fjármagnið þurrkist upp án nokkurs fyrirvara, sér í lagi við áföll. Hefðbundinn banki er því líklegri til þess að standa af sér áfall eða áhlaup vegna umræddra trygginga en aðili sem miðlar fjármagni utan við bankakerfið, jafnvel þó svo að báðir aðilar séu í raun í samskonar starfsemi.

Sem fyrr segir getur ákveðin starfsemi hefðbundinna banka flokkast sem skuggabankastarfsemi. Í því samhengi má nefna fjármögnun banka með sértryggðum skuldabréfum. Fjármagni viðskiptabankar í auknum mæli húsnæðislán, sem jafnan eru talin einna öruggustu eignir banka, með sértryggðum skuldabréfum eykst áhætta fyrir innlánseigendur. Við gjaldþrot eða greiðsluferfiðleika innlánsstofnunar geta endurheimtur innlánseigenda orðið minni en ef ekki hefði ákveðinn hluti eignasafnsins verið settur til tryggingar sértryggðum skuldabréfum og eykur það áhættu Tryggingasjóðs innstæðueigenda. Að því marki sem þessi afmörkun eignasafns innlánsstofnunar hefur áhrif á trú innstæðueigenda á gjaldfærni stofnunarinnar eykst hættu á áhlaupi og lausafjárferfiðleikum. Getur þá reynt á lánveitanda til þrautarvara. Eitt af lagaskilyrðum sem útgefendur sértryggðra skuldabréfa þurfa að uppfylla er að sýna í fjárhagsáætlun að fjárhagur viðkomandi útgefenda sé svo traustur að hagsmunum annarra kröfuhafa sé ekki stefnt í hættu með útgáfu skuldabréfanna. Engu að síður er vert að vekja athygli á þeirri áhættu sem aukin sértryggð fjármögnun felur í sér fyrir innstæðueigendur.

Verðbréfun (e. securitization) er algeng erlendis og telst til skuggabankastarfsemi. Með verðbréfun er eignum raðað saman og skipt upp þannig að til verða eignir sem markaðurinn lítur á sem öruggari og

---

<sup>6</sup> Dæmi um slíkt eru fagfjárfestingsjóðir sem gefa út eignatryggð verðbréf til fjármögnunar verkefna, t.a.m. vegna fasteignaverkefna. Þar eru leiddir saman aðilar sem leita að langtímafjárfestingu (t.d. lífeyrissjóðir) og þeir sem þurfa fjármögnun til lengri tíma. Með þessu er dregið úr gjalddagamisræmi. Verði greiðslufall af undirliggjandi eign er áfallið afmarkað og kröfuhafar eiga tilkall til undirliggjandi eigna.

<sup>7</sup> IMF. Shadow banking: Economics and Policy, desember 2012.

<sup>8</sup> Sjá frekari umfjöllun um peningamarkaðssjóði og fjárfestingar þeirra fyrir fjármálaáfallið í skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengda atburði (4. bindi).

auðseljanlegri sem heild en þær voru hver í sínu lagi. Þær eru gjarnan nýttar af bönkum til endurhverfra viðskipta og frekari skuldsetningar. Sé ekki haldið skilmerkilega um þær eignir sem pakkað er saman í nýjar tapast yfirsýn yfir eðli áhættunnar og gagnsæi minnkar.<sup>9</sup> Að því marki sem skuggabankastarfsemi ýtir undir aukna skuldsetningu geta áföll á fjármálamarkaði orðið stærri, og ef gagnsæi er lítið og eftirlit takmarkað, haft ófyrirsjáanlegar afleiðingar.

Fjármálafyrirtæki og flest fjármálastarfsemi lúta eftirliti opinberra aðila, m.a. til að vernda innstæðueigendur og vegna þess kerfislega mikilvægis sem fjármálafyrirtæki hafa í efnahagslífinu. Eitt helsta áhyggjuefni varðandi skuggabankastarfsemi er regluverkshögnun, þ.e. að starfsemi leiti á vettvang sem lýtur minna íþyngjandi reglum og eftirliti. Í þessu skyni er vert að geta þess að regluverk hefur verið hert og auknar kröfur gerðar til eftirlitsskyldra aðila í kjölfar fjármálaáfallsins árið 2008. Því er hætt við að fjármögnun flytjist í starfsemi sem lýtur ekki jafn íþyngjandi kröfum. Þá gæti skuggabankastarfsemi verið nýtt til þess að breyta ásýnd áhættu til hins betra án þess að í raun sé dregið úr henni. Viðgangist slíkt er hætta á að bætt regluverk og eftirlit dragi ekki úr kerfisáhættu heldur færi hana til innan kerfisins eða geri hana ógagnsærri. Þá er mikilvægt að fjármunir sem njóta sérstakrar verndar, meðal annars með tilliti til neytendaverndar og fjármálastöðugleikasjónarmiða, eins og innlán, séu ekki notaðir í sérstaklega áhættusamar fjárfestingar sem gætu falist í skuggabankastarfsemi.

### 3. Aðferðafræði við mat á umfangi skuggabankakerfa

FSB hefur lagt til tvíþætta nálgun yfirvalda við mat á stærð skuggabankakerfa út frá skilgreiningu sinni á starfseminni. Samkvæmt henni ber fyrst að líta til allra aðila og starfsemi sem mögulega gætu fallið undir skilgreininguna. Þannig er tryggt að eftirlit með skuggabankakerfinu og gagnaöflun nái til allrar áhættu sem skuggabankastarfsemi getur skapað í fjármálakerfinu. Þegar kemur að stefnumótun vegna mögulegrar áhættu skuggabankakerfisins er lagt til að aðeins sé horft til aðila og starfsemi sem geta aukið kerfisáhættu, einkum m.t.t. regluverkshögnunar, gjalddaga- og seljanleikamisræmis og aukinnar vogunar. Í mælingum sínum hefur FSB áætlað stærð skuggabankakerfa út frá gögnum um aðra fjármagnsmiðlara (e. other financial intermediaries), það er annarra aðila á fjármálamarkaði en banka, sparisjóða, seðlabanka, váttryggingarfélag, lífeyrissjóða, opinberra lánaþyrirtækja (e. public financial institutions) og fyrirtækja í fjármálalegri hliðarstarfsemi (e. financial auxiliaries). Ýmis lánaþyrirtæki og verðbréfasjóðir eru dæmi um aðra fjármagnsmiðlara.<sup>10</sup> FSB hefur ítrekað bent á að það geti verið erfiðleikum bundið að meta stærð og umfang skuggabankakerfa vegna skorts á nægjanlega sundurgreinanlegum og samræmanlegum gögnum en hefur engu að síður gefið út bráðabirgðamat á stærð skuggabankakerfisins. Unnið er að því að bæta gagnasöfnun frekar.<sup>11,12</sup>

AGS hefur notast við aðra aðferð en FSB til þess að meta stærð og umfang skuggabankakerfa. Aðferðafræðin byggir á því að öll óhefðbundin fjármögnun flokkist sem skuggabankastarfsemi og skiptir þá ekki máli hvort hún á sér stað fyrir innan eða utan hið hefðbundna bankakerfi. Beinir

<sup>9</sup> Sem stendur er aðeins eftirlit með aðilum sem lúta reglum um stórar áhættuskuldbindingar nr. 625/2013 og reglum nr. 712/2014 um yfirfærða útlánaáhættu vegna verðbréfunar en hugmyndir hafa komið fram um að auka gildissvið reglnanna þannig að þær nái utan um alla aðila á fjármálamarkaði sem stunda verðbréf.

<sup>10</sup> Til ýmissa lánaþyrirtækja á Íslandi teljast til að mynda opinberir lánasjóðir, fjárfestingarbankar, fjármögnunarfyrirtæki og greiðslumiðlunarfyrirtæki.<sup>11</sup> FSB. Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, nóvember 2013.

<sup>11</sup> FSB. Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, nóvember 2013.

<sup>12</sup> FSB. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, október 2014.

sjóðurinn því sjónum sínum frekar að starfseminni sem slíkri heldur en ákveðnum aðilum.<sup>13</sup> Til hefðbundinnar fjármögnunar teljast þá aðeins óbundin innlán en þau eru grunnur að miðlun fjármagns í hinu hefðbundna bankakerfi. Óhefðbundin fjármögnun er því öll fjármögnun í fjármálakerfinu utan óbundinna innlána. Í ákveðnum tilfellum er þó heimilt að líta á vissa flokka útgefinna skuldabréfa banka sem hefðbundna fjármögnun. Sjóðurinn hefur lagt áherslu á tvo þætti óhefðbundinnar fjármögnunar sem geta haft áhrif á fjármálastöðugleika: Verðbréfun og veðmiðlun (e. collateral intermediation). Veðmiðlun felur í sér endurnýtingu veða sem skortur er á, en undir slík viðskipti falla m.a. verðbréfalán, áhættuvarnir og fjármögnun gegn veðum (e. secured lending).<sup>14</sup> Til þess að meta tengsl skuggabankakerfisins við aðila utan fjármálakerfis eins og heimili, fyrirtæki, lífeyrissjóði, tryggingafyrirtæki og opinbera aðila ber að undanskilja skuldir milli aðila innan fjármálakerfisins.

Mæliaðferðir FSB og AGS á skuggabankastarfsemi eru því nokkuð ólíkar og gefa mismunandi mynd af þróun skuggabankastarfsemi í heiminum og stærð skuggabankakerfa.<sup>15</sup> Í töflu 1 má sjá samantekt á aðferðafræði FSB og AGS við mat á skuggabankastarfsemi úr skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

---

<sup>13</sup> IMF. Global Financial Stability Report, október 2014.

<sup>14</sup> IMF. Shadow Banking: Economics and Policy, desember 2012.

<sup>15</sup> Fyrir frekari umfjöllun um mun á aðferðum og gögnum fyrir stærð skuggabankakerfa í heiminum sjá: IMF. Global Financial Stability Report, október 2014.

Tafla 1: Aðferðafræði FSB og AGS við mat á skuggabankastarfsemi.<sup>16</sup>

	<b>FSB – Aðrir fjármagnsmiðlarar</b> (e. other financial intermediaries)	<b>AGS – Óhefðbundin fjármögnun</b> (e. non-core liabilities)
<b>Umfang</b>	-Aðilar utan hefðbundins bankakerfis -Aðilar sem stunda miðlun lánsfjár -Aðilar sem veita langtímafjármögnun -Peningamarkaðssjóðir og aðrir fjárfestingasjóðir -Undanskilin eru opinber fjármálafyrirtæki, lífeyrissjóðir, tryggingarfélög og fjármálaleg hliðarstarfsemi	-Óhefðbundin fjármögnun banka, sparisjóða og aðila utan hefðbundins bankakerfis -Peningamarkaðssjóðir -Undanskilur aðra fjárfestingarsjóði en peningamarkaðssjóði -Undanskilur lán á millibankamarkaði og lán frá Seðlabanka
<b>Aðilar/starfsemi</b> <b>Víðtækari skilgreining</b>	-Peningamarkaðssjóðir -Ýmis lánafyrirtæki -Verðbréfafyrirtæki og miðlarar -Verðbréfasjóðir -Fjárfestingarsjóðir -Sérhæfðir sjóðir (fagfjárfestasjóðir og sjóðir með sérstakan tilgang) -Sértækar fjárfestingareiningar -Annað sértækt fyrir hvert land fyrir sig	-Bundin innlán -Skuldabréf -Lán -Peningamarkaðssjóðir
<b>Aðilar/starfsemi</b> <b>Þrengri skilgreining</b>	-Undanskilja þá sem stunda ekki miðlun fjármagns svo sem hlutabréfasjóði. -Undanskilja aðra fjármagnsmiðlara sem eru hluti af bankasamstæðu. -Undanskilja sértækar fjárfestingareiningar í eigu banka sem eru stofnaðar í þeim eina tilgangi að stunda endurhverf viðskipti við seðlabanka.	-Undanskilja skuldir milli aðila innan fjármálakerfis.

#### 4. Skuggabankastarfsemi á Íslandi

Líkt og víða erlendis er skortur á nægjanlega sundurgreinanlegum gögnum til þess að hægt sé að meta umfang skuggabankastarfsemi hér á landi og áhættu sem henni fylgir með fullnægjandi hætti. Gildir þá einu hvort átt er við gögn sem eru sundurgreinanleg niður á aðila á fjármálamarkaði eða tegundir viðskipta og áhættuþætti. Þá er ítarlegra gagna ekki aflað frá öllum aðilum sem miðla lánsfjármagni. Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið hafa heimild til að kalla eftir gögnum fyrirtækja sem tengjast fjármálafyrirtækjum hvort sem er í gegnum eignarhald eða viðskiptasamninga. Slík gagnasöfnun er þó ekki alltaf gerð með reglubundnum hætti. Til þess að fylgjast með þróun skuggabankastarfsemi er þörf á að auka reglubundið eftirlit, t.d. með fasteignafélögum sem gefa út óskráð skuldabréf. Með innleiðingu AIFMD tilskipunarinnar nr. 2011/161 (rekstraraðila sérhæfðra sjóða) er skilgreint hvað sérhæfður sjóður er (e. alternative investment fund). Sú skilgreining er víðtækari en hugtakið fagfjárfestasjóður samkvæmt gildandi rétti. Mun það leiða til þess að fleiri aðilar falla undir þá skilgreiningu en áður, þ.e. fleiri aðilar munu teljast til sérhæfðra sjóða enda er horft í gegnum rekstrar- og félagiformið á hina eiginlegu starfsemi.

Við mat á stærð íslenska skuggabankakerfisins er stuðst við aðferðafræði FSB. Víðtækt mat á stærð skuggabankakerfisins nær til allra þeirra sem teljast til annarra fjármagnsmiðlara, sem á Íslandi eru ýmis lánafyrirtæki<sup>17</sup>, verðbréfasjóðir, fjárfestingarsjóðir, sérhæfðir sjóðir, sértækar

<sup>16</sup> IMF. Global Financial Stability Report, október 2014.

<sup>17</sup> Sem fyrr segir eru opinber lánafyrirtæki undanskilin.

fjárfestingareiningar, verðbréfafyrirtæki og miðlarar. Við þrengri skilgreiningu FSB er tekið tillit til þess hvort starfsemi felir í sér gjalddaga- eða seljanleikamisræmi, vogun, færslu útlánaáhættu af efnahagsreikningi eða regluverkshögnun. Til dæmis miðla hlutabréfasjóðir, verðbréfamiðlarar og tryggingamiðlarar ekki lánsfé hérlendis og teljast því ekki hluti af skuggabankakerfinu. Í töflu 1 var skuggabankastarfsemi út frá skilgreiningum FSB og AGS borin saman. Í töflu 2 eru þessar aðferðir færðar yfir á Ísland og starfsemi og aðilar sem falla undir hvora skilgreiningu fyrir sig taldir upp. Ekki er með góðu móti hægt að meta stærð skuggabankakerfisins á Íslandi með aðferðafræði AGS þar sem upplýsingum er ekki safnað heildstætt með þeim hætti að sundurgreinanlegt sé niður á tegund starfsemi.

Tafla 2: Aðferðafræði FSB og AGS við mat á skuggabankastarfsemi, yfirfært á Ísland.<sup>18</sup>

	<b>FSB – Aðrir fjármagnsmiðlarar</b> (e. other financial intermediaries)	<b>AGS – Óheðbundin fjármögnun</b> (e. noncore liabilities)
<b>Tiltæk gögn á Íslandi</b>	-Seðlabanki Íslands safnar upplýsingum um aðra fjármagnsmiðlara. Samkvæmt skilgreiningu FSB vantar upplýsingar um miðlara, sértækar fjárfestingareiningar, verðbréfafyrirtæki og samlagshlutafélög sem starfa líkt og sérhæfðir sjóðir.	Engin heildstæð gagnasöfnun á sér stað, til að mynda er ekki safnað upplýsingum um verðbréfun, endurhverf viðskipti og veðmiðlun.
<b>Aðilar/starfsemi Ísland</b> <b>Víðtækari skilgreining</b>	-Ýmis lánaþyrirtæki önnur en opinber lánaþyrirtæki <sup>19</sup> -Verðbréfasjóðir -Verðbréfafyrirtæki og miðlarar -Fjárfestingarsjóðir -Peningamarkaðssjóðir -Sérhæfðir sjóðir (fagfjárfestingsjóðir svo sem vogunarsjóðir auk sjóða með sérstakan tilgang og samlagshlutafélaga sem starfa eins og sérhæfðir sjóðir) -Sértækar fjárfestingareiningar	-Bundin innlán -Lánsfjármögnun -Skuldabréf (t.d. verðbréfun, fyrirtækjaskuldabréf, skuldabréfaútgáfur fagfjárfestingsjóða o.s.frv.) -Veðmiðlun, endurhverf viðskipti og önnur sambærileg fjármögnun -Undanskilja millibankalán og lán frá Seðlabanka) -Undanskilja ákveðna flokka skuldabréfa banka sem talist gætu hefðbundin fjármögnun
<b>Aðilar/starfsemi Ísland</b> <b>Þrengri skilgreining</b>	-Undanskilja þá sem stunda ekki miðlun fjármagns svo sem hlutabréfasjóði og miðlara -Undanskilja aðra fjármagnsmiðlara sem eru hluti af bankasamstæðu. -Undanskilja sértækar fjárfestingareiningar í eigu banka sem eru stofnuð í þeim eina tilgangi að stunda endurhverf viðskipti við seðlabanka.	-Greina þarf flæði fjármagns milli aðila og undanskilja skuldir milli aðila innan fjármálakerfis.

Samkvæmt víðri skilgreiningu FSB eru fjáreignir íslenska skuggabankakerfisins um 8% af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði, um 25% af bankakerfinu á Íslandi og um 40% af VLF.<sup>20</sup> Til samanburðar eru fjáreignir skuggabankakerfis heimsúrtaks FSB um 25% af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði, 46% af bankakerfinu og um 120% af VLF. Má því ætla að íslenska skuggabankakerfið

<sup>18</sup> IMF. Global Financial Stability Report, október 2014.

<sup>19</sup> Sjá lista yfir ýmis lánaþyrirtæki á síðu Fjármálaeftirlitsins: <http://www.fme.is/eftirlitsstarfsemi/adilar/eftirlitsskyldir-adilar/>. Athuga þó að undanskilja ber opinber fjármálaþyrirtæki.

<sup>20</sup> Notast er við fjármálareikninga Seðlabanka Íslands og Hagstofunnar við mat á stærð og umfangi skuggabankakerfisins. Þar vantar þó upplýsingar um sértækar fjárfestingareiningar, verðbréfafyrirtæki, og samlagshlutafélög sem stunda skuggabankastarfsemi. Þar af leiðandi er skuggabankakerfið sennilega vanmetið sem þeim nemur. Unnið er að því að bæta þessum aðilum við fjármálareikningana. Þrotabúum gömlu bankanna sem og öðrum fjármálaþyrirtækjum í slitameðferð er jafnframt haldið utan við útreikning á umfangi skuggabankakerfisins.



sé ekki jafnumfangsmikið og að meðaltali erlendis. Starfsemi Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða bera með sér marga eiginleika skuggabankastarfsemi en eins og þegar hefur verið greint frá falla opinber lánaþyrirtæki, lífeyrissjóðir, tryggingafélög, bankakerfið og fjármálaleg hliðarstarfsemi fyrir utan aðferðafræði FSB við mat á stærð skuggabankakerfa. Væri hins vegar litið til þessarar starfsemi myndi skuggabankakerfið stækka til muna, enda námu útlán Íbúðalánasjóðs 754 ma.kr. um mitt ár 2014.

Hlutfall fjáreigna skuggabankakerfisins af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði heimsúrtaksins náði hámarki árið 2007, nam þá 27%, en minnkaði eftir alþjóðlega fjármálaáfallið og hefur haldist nokkuð stöðugt síðustu ár. Til samanburðar fóru fjáreignir annarra fjármagnsmiðlara sem hlutfall af fjáreignum aðila á fjármálamarkaði hæst í 12% árið 2005 á Íslandi. Svo virðist sem starfsemin sé algengari í þróuðum hagkerfum en vöxtur undanfarin ár hefur verið mestur í nýmarkaðsríkjum, ekki síst Kína.

Hlutfall fjáreigna annarra fjármagnsmiðlara af heildarfjáreignum aðila á fjármálamarkaði og bankakerfisins gefur grófa nálgun á stærð skuggabankakerfisins. Hægt væri að bæta gagnasöfnun þannig að gerlegt væri að meta stærð þess hluta af skuggabankakerfinu sem myndar ógn við fjármálastöðugleika, en til þess þarf aukna sundurliðun á gögnum eins og þegar hefur verið vikið að. Enn sem komið er virðist skrásetningu gagna, t.d. samninga um endurhverf viðskipti og annarra samninga sem gerðir eru utan kauphalla í beinum viðskiptum á milli aðila (e. over the counter, OTC), ábótavant og því ekki hægt að meta stærð skuggabankakerfisins út frá starfsemi. Nýjar Evrópugerðir, þ.m.t. EMIR og SFT, gera auknar kröfur um skráningu viðskipta og getur innleiðing þeirra því leitt til bættrar skrásetningar gagna.<sup>21</sup>

Mikil tengsl skuggabankastarfsemi við hefðbundna bankastarfsemi geta leitt til kerfisáhættu og því er yfirsýn yfir tengsl þeirra þýðingarmikil við mat á áhættu sem stafar af skuggabankastarfsemi. Einn mælikvarða á tengslin eru fjáreignir bankakerfisins í aðilum sem stunda skuggabankastarfsemi og fjáreignir þeirra sem stunda skuggabankastarfsemi í hefðbundnum bönkum, sem nálgun á útlánaáhættu milli kerfanna. Í lok árs 2013 voru fjáreignir bankakerfisins í skuggabönkum um 8% af fjáreignum bankakerfisins og fjáreignir skuggabanka í bankakerfinu rétt rúmlega 9%. Til samanburðar voru tengsl skuggabanka og hefðbundinna banka á bilinu 1% til 5% fyrir flest lönd í heimsúrtaki FSB. Tengslin voru þó meiri í ákveðnum löndum. Til að mynda voru fjáreignir bankakerfisins í skuggabankakerfinu um 15% af fjáreignum bankakerfisins í Bretlandi. Hlutfall fjáreigna skuggabankakerfisins í bankakerfinu voru svipaðar.<sup>22</sup>

## 5. Þróun skuggabankastarfsemi á Íslandi

Stærð skuggabankakerfa fylgir gjarnan umfangi annarrar fjármálastarfsemi. Því kemur ekki á óvart að hún dróst töluvert saman hér á landi eftir hrun fjármálakerfisins haustið 2008 eftir að hafa náð hámarki sínu stuttu áður. Í kjölfar hrunsins hefur verið unnið að því að styrkja lagaumgjörð fjármálamarkaðarins. Með auknum kröfum á viðskiptabankastarfsemi, svo sem hertar lausafjár- og eiginfjárreglur, er við því að búast að hluti af miðlun lánsfjármagns færist yfir í skuggabankakerfið, ýmist til stofnana eða í starfsemi sem minni eftirlitskröfur eru gerðar til.

<sup>21</sup> Sjá frekari umfjöllun í viðauka.

<sup>22</sup> FSB. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, október 2014.

Þróun skuggabankastarfsemi hér á landi er áþekkt því sem gerist erlendis, þó umsvif hennar hér séu hlutfallslega minni. Alþjóðlega fjármálakreppan leiddi í ljós ýmsa bresti á fjármálamarkaði, bæði hér á landi sem og erlendis, og er talið að ófullnægjandi eftirlit með fjármálaþjónustu, ógagnsæi markaða og flóknar fjármálaafurðir hafi leitt til vaxtar óæskilegrar áhættu, meðal annars innan skuggabankakerfisins. Skuggabankastarfsemi getur vaxið þegar hert eftirlit með hefðbundinni bankastarfsemi og mikið laust fé í umferð fara saman við aukin umsvif og þróun fjármálakerfisins í heild.<sup>23</sup> Fjárfestar með mikið laust fé (e. institutional cash pools), s.s. lífeyrissjóðir og tryggingafélög, geta skapað eftirspurn eftir skuggabankastarfsemi. Þessir fjárfestar vilja dreifa eignasafni sínu og áhættu og því getur aukið framboð á fjármálamarkaði fyrir tilstilli skuggabanka verið þeim til hagsbóta, auk þess sem nýir ávöxtunarmöguleikar koma til móts við eftirspurn fjárfesta eftir umframávöxtun þegar ávöxtun á ríkisskuldabréfum er lág. Hert eftirlit með fjármálastofnunum og auknar varúðarkröfur sem innleiddar verða á næstu misserum úr alþjóðlegum samþykktum hér á landi, vegna aðildar Íslands að EES-samningnum, og tilvist stórra fjárfesta sem fastir eru með fé sitt innan fjármagnshafta skapa samkvæmt þessu góð vaxtarskilyrði fyrir skuggabankastarfsemi hér á landi.

Lífeyrissjóðir eru virkir þátttakendur í skuggabankastarfsemi á Íslandi, sérstaklega með fjárfestingum í fagfjárfestasjóðum og skuldabréfum útgefnum af þeim.<sup>24</sup> Miðað við núgildandi lög um lífeyrissjóði er þeim heimilt að fjárfesta allt að 20% af hreinni eign sinni í hlutdeildarskírteinum og öðrum óskráðum bréfum. Aftur á móti hafa þeir heimild til þess að fjárfesta fyrir allt að 50% af hreinni eign sinni í skráðum skuldabréfum, þó aldrei meira en sem nemur 10% af hreinni eign sjóðsins útgefið af einum aðila.<sup>25</sup> Sérhæfðir sjóðir hafa fjármagnað fjárfestingar sínar í auknum mæli með útgáfu skráðra skuldabréfa í stað útgáfu hlutdeildarskírteina, m.a. þar sem lífeyrissjóðirnir hafa rúmar heimildir til þess að fjárfesta í slíkum flokkum. Þannig hafa sjóðirnir aukið umsvif sín og að sama skapi náð til fleiri fjárfesta. Einungis fagfjárfestar hafa heimild til að kaupa hlutdeildarskírteini sjóðanna, en almennir fjárfestar og verðbréfasjóðir sem ætlaðir eru almennum fjárfestum geta keypt skráð skuldabréf. Þegar lífeyrissjóðir kaupa skráð bréf í stað hlutdeildarskírteina getur litið út fyrir að lífeyrissjóðir séu að dreifa áhættu sinni, en hafa þó aðeins umbreytt áhættu sinni í ásýnd en ekki reynd. Tafla 3 sýnir útgáfu skráðra skuldabréfa á vegum fagfjárfestasjóða, samlagshlutafélaga og fasteignafélaga á árunum 2012-2014. Þessar útgáfur hafa í flestum tilfellum verið seldar í lokuðum útboðum til fjársterkra aðila á borð við lífeyrissjóði og tryggingarfélag.

Tafla 3: Skuldabréfaútgáfur fagfjárfestasjóða, samlagshlutafélaga og fasteignafélaga teknar til viðskipta í Kauphöll Íslands.

Ár	Útgáfa (m.kr.)
2012	3.320
2013	44.005
2014	64.827

Einnig hefur verið nokkur aukning í útgáfu óskráðra fyrirtækjaskuldabréfa á undanförunum árum samkvæmt úttekt sem birt var í fjármálastöðugleikariti Seðlabanka Íslands. Aukin útgáfa fyrirtækjaskuldabréfa er til marks um vöxt skuggabankastarfsemi. Útgáfa óskráðra bréfa síðastliðin ár

<sup>23</sup> IMF. Global Financial Stability Report, október 2014.

<sup>24</sup> Fjármálaeftirlitið. Skráðar skuldabréfaútgáfur fagfjárfestasjóða, *Fjármál*, júlí 2014.

<sup>25</sup> Sjá 36. gr. laga nr. 129/1997 um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða, sem tekur á fjárfestingarheimildum lífeyrissjóða.

hefur einkum verið vegna fjárfestingarleiðar gjaldeyrisútboða Seðlabankans. Í ljósi tilkynningar frá 9. desember 2014 um lok þessara útboða er óvíst hver umsvif þessara útgáfa verða í framtíðinni.

Fjármagnshöftin hafa aukið innlenda eftirspurn eftir fjárfestingum og hafa því upp að vissu marki leitt til vaxtar skuggabankastarfsemi. Hver áhrif afléttingar fjármagnshaftanna verða á skuggabankastarfsemi á Íslandi er hins vegar erfitt að segja til um. Innlend eftirspurn eftir afurðum hennar kann að minnka en með sömu rökum gæti eftirspurn erlendra aðila eftir henni aukist. Þá má jafnframt leiða líkur að því að fjármagn innlendra aðila sem fer í fjárfestingar erlendis eftir afléttingu fjármagnshaftanna muni að hluta til fara í erlenda skuggabankastarfsemi.

## 6. Viðbrögð alþjóðasamfélagsins

Viðbrögð alþjóðasamfélagsins hafa verið samræmd í gegnum G20-hópin og FSB. Til að uppfylla skuldbindingar á grundvelli samþykktu G20 hópsins hefur framkvæmdastjórn Evrópusambandsins (ESB) lagt til viðamiklar breytingar á þeim reglum sem gilda um fjármálaþjónustu á innri markaðnum. Flestar þeirra breytinga eru þegar orðnar að Evrópureglum sem bíða upptöku í EES-samninginn. Til undirbúnings gaf framkvæmdastjórnin út grænbók um skuggabankastarfsemi árið 2012 til að fá fram sjónarmið um hvernig væri best að takast á við þá áhættu sem fylgir skuggabankastarfsemi. Megininntak grænbókarinnar var eftirfarandi:

1. Bæta þyrfti upplýsingaöflun hvað varðar tengsl á milli banka og annarra fjármálastofnana (e. non-banks) á alþjóðavísu.
2. Koma þyrfti á ferlum fyrir söfnun og miðlun upplýsinga milli eftirlitsaðila, framkvæmdastjórnarinnar, Seðlabanka Evrópu og annarra seðlabanka.
3. Ákveða þyrfti nálgun við eftirlit með skuggabankamarkaðnum.
4. Útvíkka þyrfti gildissvið hins hefðbundna eftirlits með fjármálamarkaðnum.

Viðbrögð markaðarins við grænbókinni hafa almennt verið jákvæð og í kjölfarið gaf framkvæmdastjórnin út orðsendingu um skuggabankastarfsemi árið 2013 sem tók saman niðurstöður grænbókarinnar, þeirra athugasemda sem bárust frá haghöfum og umræðurnar sem fylgdu. Í orðsendingunni kemur fram áætlun framkvæmdastjórnarinnar til að draga úr áhættu á mörkuðum þar sem lítið eða ekkert eftirlit er til staðar, sér í lagi kerfislegri áhættu. Sem dæmi um slíka áhættu má nefna smitáhættu vegna tengsla skuggabankakerfisins við bankakerfið.

Nýjar Evrópugerðir taka á mörgum þeim vandamálum sem skuggabankastarfsemi olli fyrir alþjóðlegu fjármálakreppuna. Til að mynda liggur nú fyrir ný umgjörð um starfsemi og rekstur fjármálafyrirtækja á EES-svæðinu sem á að draga úr hvötum banka til að eiga viðskipti við aðila utan eftirlits. Sama umgjörð á að minnka þörf banka á skammtímafjármögnun, sem var t.a.m. fengin frá peningamarkaðssjóðum. Reglur Evrópulanda verða samhæfðar þar sem samræmd löggjöf var ekki til staðar, t.d. hvað varðar rekstraraðila sérhæfðra sjóða. Þá gera margar nýjar Evrópugerðir strangari kröfur um gagnsæi viðskipta, til að mynda með tilkynningum um viðskipti og miðlægum stöðustofnunum (e. clearing), og draga úr hvötum eða leggja bann við fjárfestingum í áhættusömustu afleiðusamningunum. Auknar kröfur verða gerðar til matsfyrirtækja, til dæmis hvað varðar lánshæfismat, og munu þau þurfa að taka aukna ábyrgð á álitum sem þau gefa. Nánar er fjallað um Evrópugerðir sem taka á áhættum tengdum skuggabankastarfsemi í viðauka.

Evrópusambandið hefur bent á að þörf sé á að safna frekari gögnum um skuggabankakerfið. Í ljósi þess hefur það sett sér markmið að meta a.m.k. árlega hvernig bæta megi upplýsingaöflun og –skipti. Í því samhengi skal horft til þess sem er að gerast á vettvangi annarra alþjóðastofnana s.s. hjá Evrópska kerfisáætturáðinu (e. European Systemic Risk Board, ESRB), FSB og AGS.

FSB hefur bent á að samræmt alþjóðlegt auðkenni lögaðila (e. legal entity identifier) í fjármálaviðskiptum væri til mikilla hagsbóta, þ.e. myndi auðvelda eftirlit og stuðla að því að tryggja gæði, áreiðanleika og samanburðarhæfni gagna, og hefur G20-hópurinn stutt tillöguna. Í janúar 2014 gaf Evrópska eftirlitsstofnunin á verðbréfamarkaði út tilmæli um að nota skuli alþjóðlegt auðkenni lögaðila við eftirlit með fjármálafyrirtækjum á EES-svæðinu. Framkvæmdastjórnin hefur áður gefið það út að til greina komi að setja regluverk um skyldu lögaðila til að auðkenna sig með alþjóðlegu auðkenni lögaðila.

## 7. Tillögur

Skuggabankakerfið veitir staðkvæmd við bankakerfið fyrir lántakendur á íslenskum lánsfjármarkaði og er því mikilvægur hluti af fjármálakerfinu. Engu að síður er nauðsynlegt að eftirlit með því sé gott og aukið í takt við hertar kröfur á hefðbundna bankakerfið. Eins og kemur fram í kafla 2 er það áhyggjuefni ef of stór hluti lánastarfsemi leitar á vettvang sem lýtur minna íþyngjandi reglum og eftirliti. Þá er hætt við að eftirlitsaðilar geti illa fylgst með skuldsetningu í fjármálakerfinu og hún verði vanmetin.

Víða eiga sér stað umbætur á löggjöf um eftirlit með fjármálastofnunum og gagnsæi, skráningu og eftirliti með gerningum sem ekki falla undir hefðbundna bankastarfsemi. Á Íslandi er unnið að innleiðingu Evrópureglna sem ber að innleiða vegna aðildar að EES-samningnum. Þá eru í undirbúningi reglur á vettvangi Evrópusambandsins sem munu taka enn frekar á þeim áhættum og áhyggjum sem fram komu hér að framan. Því mun líða nokkur tími þar til áhrif þeirra á íslenska skuggabankastarfsemi verða að fullu ljós. Nefndin leggur til að varlega verði farið í að setja séríslenska löggjöf í tengslum við skuggabankastarfsemi þangað til að innleiðingarvinnu fyrrgreinds Evrópuregluverks er lokið og áhrif þeirra breytinga komin fram. Ítarlega er greint frá þessari löggjöf í viðauka.

Að mati nefndarinnar er brýnt að bæta gagnasöfnun þannig að hægt verði að kortleggja skuggabankakerfið og greina betur þá þætti kerfisins sem ógnað geta fjármálastöðugleika. Miklar umbætur í þá átt munu eiga sér stað á næstu misserum. Skráning afleiðuviðskipta, endurhverfa viðskipta og verðbréfalána auk meira eftirlits með peningamarkaðssjóðum og sérhæfðum sjóðum munu leiða til ítarlegri gagnasöfnunar um þá þætti skuggabankastarfsemi sem takmarkað eftirlit var með fyrir fjármálakreppuna og ollu vanmati á áhættu og fjárhagslegu tjóni.

Kerfisáhætta sem felst í tengslum hefðbundinnar bankastarfsemi við skuggabankastarfsemi er nefndinni hugleikin. Á Íslandi eru tengsl þeirra meiri en tíðkast almennt í heimsúrtaki FSB en á sama tíma er íslenska skuggabankakerfið hlutfallslega minna í sniðum en skuggabankakerfi í sama úrtaki. Innleiðing á tilskipunum og reglugerðum um eiginfjárkröfur og eftirlit með fjármálafyrirtækjum, sem skylda banka til að leggja fram viðbótar eiginfjárþekju vegna vissra afleiðusamninga við skuggabanka og tilkynna til eftirlitsaðila um helstu óvarðar stöður sínar gagnvart aðilum sem ekki lúta eftirliti, gæti þó dregið úr tengslum milli kerfanna.

Nefndin telur mikilvægt að lokið verði við innleiðingu Evrópugerða sem hafa þýðingu fyrir eftirlit með skuggabankastarfsemi og tengdri áhættu. Við lok innleiðingarferlisins verði metið hvort umbæturnar dugi til þess að eftirlitsstofnanir geti sinnt því eftirliti sem stjórnvöld telja nauðsynlegt með slíkri starfsemi. Þá verði litið til þess hvort innleiðing gerðanna hafi dregið úr áhættu. Má í því skyni nefna mögulega regluverkshögnun eða sniðgöngu reglna fyrir tilstilli skuggabankastarfsemi. Í skýrslunni hefur verið fjallað um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða með kaupum á skuldabréfum útgefnum af fagfjárfestasjóðum í stað hlutdeildarskírteina. Beinir nefndin því til nefndar um endurskoðun lagaákvæða um fjárfestingarheimildir lífeyrissjóða að á vettvangi hennar verði gengið úr skugga um að lífeyrissjóðum verði skylt að líta til raunverulegrar áhættu fjárfestingarinnar en ekki þess forms sem fjárfestingin tekur. Hvað skuggabankastarfsemi hefðbundinna banka varðar vekur nefndin athygli á þeim áhrifum sem aukin sértryggð fjármögnun bankanna getur haft á endurheimtur innstæðueigenda. Mikilvægt er að eftirlitsaðilar fylgist með þeirri þróun.

## 8. Viðauki – Evrópureglugerðir sem taka á áhættu tengdri skuggabankastarfsemi

### *Tilskipun um rekstraraðila sérhæfðra sjóða*

Tilskipun 2011/61/ESB um rekstraraðila sérhæfðra sjóða (e. Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) felur í sér nýjar kröfur til aðila sem fara með stjórnun og rekstur sérhæfðra sjóða s.s. vögunarsjóða og fasteignasjóða. Fyrir gildistöku gerðarinnar voru engar samevrópskar reglur um rekstraraðila þessara sjóða, en mismunandi var hvort EES/EFTA ríkin voru með sérstakar reglur í landsrétti.

Til að hljóta samþykki sem rekstraraðili sérhæfðs sjóðs þarf á grundvelli tilskipunarinnar m.a. að uppfylla vissar skipulagskröfur, aðeins notast við einn vörsluaðila og uppfylla gegnsæiskröfur gagnvart fjárfestum og eftirlitsaðilum. Vert er að nefna að sérstaklega er fylgst með vögun/skuldsetningu. Ef hún er óhófleg og líkleg til að hafa áhrif á fjármálastöðugleika er eftirlitsaðilum heimilt að takmarka hana.

AIFMD leiðir af sér að rekstur sérhæfðra sjóða verður aðeins mögulegur þeim aðilum sem hafa þar til gert starfsleyfi. Upplýsingar um umfang og viðskipti sérhæfðra sjóða munu því batna umtalsvert frá því sem nú er.

### *Reglugerð um afleiðuviðskipti*

Reglugerð (ESB) nr. 648/2012 um afleiðuviðskipti, sem í daglegu tali er kölluð EMIR (European Markets Infrastructure Regulation) felur í sér viðamiklar breytingar fyrir markaði með afleiður, sér í lagi svokallaðar OTC-afleiður (e. over the counter). Ein af meginkröfum G-20 hópsins í kjölfar fjármálakrisunnar var að komið yrði á slíkum breytingum. Megininntak EMIR er eftirfarandi:

1. Stöðustofna (e. clearing) skal allar staðlaðar OTC-afleiður í gegnum miðlægan mótaðila (e. central counterparty).
2. Tilkynna skal öll afleiðuviðskipti til afleiðuviðskiptaskráningar (OTC og aðrar afleiður).
3. Víðtækar kröfur um áhættustýringu vegna afleiðna sem ekki eru stöðustofnaðar í gegnum miðlægan mótaðila.
4. Umgjörð um starfsemi miðlægra mótaðila og afleiðuviðskiptaskráningar.

EMIR mun hjálpa til að sporna við neikvæðum áhrifum frá skuggabankastarfsemi með því að auka gagnsæi á afleiðumarkaði með stöðustofnunar- og tilkynningarskyldunum.

### *Reglugerð um skortsölu*

Reglugerð (ESB) nr. 236/2012 um skortsölu felur fyrst og fremst í sér eftirfarandi:

1. Aukið gagnsæi hvað varðar skortstöður fjárfesta í ákveðnum skuldabréfum.
2. Takmörkun á uppgjörshættu og annarri áhættu sem tengist óvarinni og nakinni skortsölu.
3. Takmörkun á hættu varðandi stöðugleika markaða með ríkisskuldur vegna óvarinnar stöðu í skuldatryggingum (e. Credit Default Swaps, CDS).
4. Tryggt er að aðildarríki hafi nauðsynlegar heimildir við sérstakar aðstæður til að bregðast við ógnunum við fjármálastöðugleika og draga úr kerfisáhættu sem stafa frá skortsölu og skuldatryggingum.

Með skortsölureglugerðinni mun aðgengileiki upplýsinga um skortstöður í hlutabréfum sem tekin hafa verið til viðskipta á skipulegum verðbréfamarkaði batna til muna, enda kveður reglugerðin á um tvíþætta tilkynningaskyldu aðila vegna slíkra viðskipta. Þegar umfangið nær 0,2% af útgefnu hlutafé viðkomandi fyrirtækis þá skal tilkynnt til viðkomandi eftirlitsaðila. Þegar umfangið nær 0,5% þá skal aðilinn birta opinberlega upplýsingar um viðskiptin.

Hvað skortstöður í ríkisskuldabréfum varðar þá ber aðilum að tilkynna eftirlitsaðilum um slík viðskipti þegar ákveðnum viðmiðum er náð sem ákveðin eru af framkvæmdastjórn ESB og birt á heimasíðu ESMA.

### ***Tilskipun og reglugerð um eiginfjárkröfur og eftirlit með fjármálafyrirtækjum***

Tilskipun 2013/36/ESB um stofnun, starfsemi og eftirlit með fjármálafyrirtækjum (Capital Requirements Directive IV, CRD) og reglugerð nr. 575/2013 um varfærniskröfur vegna starfsemi lánastofnana og fjárfestingarfyrirtækja (Capital Requirements Regulation, CRR) fela saman í sér nýja umgjörð um starfsemi og rekstur fjármálafyrirtækja á EES-svæðinu. Helstu breytingar sem þær fela í sér og snerta skuggabankastarfsemi eru eftirfarandi:

1. Strangari kröfur um eiginfjárlutföll (gjaldþol) banka, sér í lagi hvað varðar eignarhluti í fjármálastofnunum þ.m.t. aðilum sem ekki lúta eftirliti.
2. Skylda banka til að leggja fram viðbótarþekju vegna mótaðilaáhattu vegna vissra OTC-samninga við skuggabanka.
3. Skapar hvata fyrir bankamarkaðinn til að draga úr viðskiptum við aðila utan eftirlits.
4. Nýjum lausafjárreglum ætlað að draga úr þörf fyrir skammtímafjármögnun, s.s. frá peningamarkaðssjóðum.
5. Bankar verða að tilkynna eftirlitsaðilum um helstu óvarðar stöður gagnvart aðilum sem ekki lúta eftirliti.
6. Evrópska bankaeftirlitið (EBA) mun gefa út leiðbeiningar um hvernig best sé að takmarka áhættu sem tengist aðilum sem ekki lúta eftirliti. Framkvæmdastjórn ESB mun síðan meta hvort þörf er á að gefa leiðbeiningum formlegri sess.

CRD IV og CRR mun minnka hvata banka til að fjárfesta í, stunda viðskipti við og sækja fjármagn frá skuggabankakerfinu.

### ***Tilskipun og reglugerð um markaði fyrir fjármálagerninga***

Tilskipun 2014/65/ESB um markað fyrir fjármálagerninga (Directive on Markets in Financial Instruments, MiFID II) leysir af hólmi eldri gerðir á sama sviði og felur í sér ýmsar nýjungar. Þær sem helst varða skuggabankastarfsemi eru eftirfarandi:

1. Eykur gegnsæi skuldabréfa, vafninga, afleiðna og losunarheimilda.
2. Tekið í fyrsta skipti á hraðviðskiptum (e. high-frequency trading). Eftirlitsaðilar þurfa að samþykkja kerfi til slíkra viðskipta áður en þau eru tekin í notkun.

MiFID II felur í sér nýja markaðsumgjörð sem er ætlað að ráða bót á því sem þótti vanta uppá í eldri tilskipun sama efnis og þar með tryggja að öll viðeigandi viðskipti eigi sér stað í gegnum eftirlitsskyldan viðskiptavettvang.

### ***Tilskipun um lánshæfismatsfyrirtæki***

Tilskipun 2013/14/ESB um lánshæfismatsfyrirtæki, sem alla jafna er kölluð CRA III styður við eldri gerðir og er hluti af stærri endurskoðun á þessu sviði. CRA III og tengdu regluverki er m.a. ætlað að auka gæði lánshæfismata og auka ábyrgð lánshæfismatsfyrirtækja. Einnig er ætlunin að koma í veg fyrir oftrú á utanaðkomandi lánshæfismöt og tryggja að vissir fagfjárfestar framkvæmi eigið lágmarksmat á fjárfestingum.

### ***Drög að reglugerð um peningamarkaðssjóði***

Hinn 4. september 2013 birti framkvæmdastjórn ESB drög að reglugerð um peningamarkaðssjóði. Meginmarkmið reglugerðarinnar er að auka gæði og seljanleika eignasafna í eigu sjóðanna. Til að veða á móti áhættu vegna flökts á virði eigna er fyrir suma sjóði gerð krafa um eiginfjárauka. Miðað við þær viðræður sem hafa átt sér stað í Evrópuþinginu er líklegt að reglugerðin komi til með að taka nokkrum breytingum áður en hún verður samþykkt.

### ***Drög að reglugerð um aukið gagnsæi við fjármögnun verðbréfavíðskipta***

Hinn 29. janúar 2014 birti framkvæmdastjórn ESB drög að reglugerð um aukið gagnsæi við fjármögnun verðbréfavíðskipta (e. Securities Financing Transactions, STF). Megininntak gerðarinnar er eftirfarandi:

1. Tilkynna skal öll víðskipti til miðlægs skráningaraðila.
2. Fjárfestingarsjóðir sem nota STF og aðrar sambærilegar leiðir til fjármögnunar skulu tilkynna lögbærum eftirlitsaðila um það og tilgreina jafnframt í gögnum til fjárfesta fyrir fjárfestingu.
3. Lágmarksskilyrði sett fram vegna REPO samninga þ.m.t. skriflegur samningur og fyrirfram samþykki. Víðskiptavinir eða gagnaðilar verða að veita samþykki áður en REPO getur átt sér stað. Upplýst ákvörðun um þá áhættu sem getur verið samfara slíkum víðskiptum.