

# Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst

*Bjørn Bakke og Ketil Rakkestad, seniorrådgivere i Avdeling for betalingsystemer, og Geir Arne Dahl, konsulent i Finansmarkedsavdelingen<sup>1</sup>*

I juni 2007 ble det åpnet for å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) i Norge. OMF har allerede blitt en viktig finansieringskilde for norske finanskonsern og bankallianser. Utestående volum i norske kroner og fremmed valuta tilsvarte om lag 500 milliarder kroner ved utgangen av 2. kvartal 2010. Foreløpig er det meste enten benyttet i bytteordningen mellom statskasseveksler og OMF, eller lagt ut i utlandet og kjøpt av utenlandske investorer. Kombinasjonen av lav risiko og høyere avkastning enn statsobligasjoner vil trolig føre til økt interesse også fra norske investorer de neste årene. I denne artikkelen beskriver vi hva som kjennetegner OMF og det norske og utenlandske markedet for dem. Vi peker også på enkelte risikofaktorer og drøfter om OMF kan påvirke stabiliteten i det finansielle systemet.

## 1. Innledning<sup>2</sup>

OMF er den norske utgaven av en type obligasjoner som internasjonalt kalles covered bonds.<sup>3</sup> En covered bond er en obligasjon som gir investorene sikkerhet i et definert utvalg av utstederens eiendeler. Obligasjoner som ga investor et direkte krav på eiendelene som ble stilt som pant, ble utstedt i Tyskland alt i 1769.<sup>4</sup> I det påfølgende århundret åpnet en rekke andre europeiske land for utstedelse av slike obligasjoner. Obligasjoner med egenskaper som ligger nær dagens covered bonds, ble imidlertid først utstedt i 1899, etter at ny lov om hypotekbankvirksomhet ble vedtatt i Tyskland. Også enkelte andre europeiske land har lenge hatt et lovverk som i hovedsak tilsvarer et moderne lovverk for covered bonds, men i de fleste land er et slikt lovverk blitt etablert først de siste årene.

Obligasjoner med sikkerhet i eiendeler har vært robuste også i perioder med økonomiske kriser. I Tyskland har det ikke vært et eneste tilfelle av mislighold siden 1769. Heller ikke Danmark, Frankrike og Spania, hvor covered bonds har en lang historie, har hatt tilfeller av mislighold etter at de fikk etablert lover for utstedelse av pantesikrede

obligasjoner.<sup>5</sup> Under finansuroen som oppstod sommeren 2007, har det heller ikke vært tilfeller av mislighold av slike papirer.

Markedene for covered bonds var lenge i hovedsak nasjonale og med begrenset utestående volum og omsetning. Et viktig tidsskille inntraff med etableringen av tyske jumbo pfandbriefe i 1996. Et jumbo pfandbrief har fast rente, et utestående volum på minst én milliard euro og flere prisstillere (såkalte «market makers»). Disse kravene bidro til at jumbo pfandbriefe ble klart mer likvide enn andre obligasjoner med private utstedere, og det bidro til økt interesse også fra utenlandske investorer. Volumet av utestående covered bonds globalt økte fra 100 milliarder euro i 1996 til 600 milliarder euro i 2000. I dag kan det antas at utestående volum er på mer enn 2400 milliarder euro.

Norske banker fikk gjennom spesielle kredittforetak anledning til å utstede slike obligasjoner da regelverket for OMF trådte i kraft i juni 2007. De siste årene har bankenes utlån vokst raskere enn innskuddene. Utlånene

<sup>1</sup> Synspunktene i artikkelen er forfatterens og er ikke nødvendigvis uttrykk for Norges Banks syn. Takk til Arve Austestad (SpareBank 1 Boligkreditt), Andreas Heiberg (Nordea Bank Norge), Øyvind Birkeland (DnB NOR Boligkreditt) og Sigbjørn Atle Berg, Kåre Hagelund, Sindre Weme, Gunnvald Grønvik og Knut Sandal (Norges Bank) for nyttige kommentarer.

<sup>2</sup> Dette er en oppdatert utgave per november 2010 av artikkelen som ble publisert 14.05.2010. Det er gjort enkelte mindre endringer. Artikkelen er også publisert på engelsk i Economic Bulletin

<sup>3</sup> I artikkelen benyttes benevnelsen OMF når det refereres til obligasjoner utstedt etter norsk lovverk, mens benevnelsen covered bonds blir benyttet ellers.

<sup>4</sup> Historikken bygger i hovedsak på Mastroeni (2001).

<sup>5</sup> Enkelte av disse landene hadde heller ikke tilfeller av mislighold før lovverket ble etablert.

er blitt finansiert ved at bankene har utstedt usikrede obligasjoner eller tatt opp lån fra andre finansinstitusjoner. Fordi OMF gir investor fortrinnsrett til en sikkerhetsmasse, vil OMF normalt kunne utstedes til bedre betingelser enn usikrede obligasjoner eller lån. OMF vil dessuten kunne være en mer stabil kilde til finansiering enn alternativene en privat bank har. OMF kan derfor være et viktig alternativ til usikrede obligasjoner og lån fra finansinstitusjoner som finansieringskilde de nærmeste årene.

OMF vil trolig også bli et viktig investeringsalternativ for banker og pensjons- og forsikringsselskaper. Dette er dels fordi investeringer i OMF kan bidra til å oppfylle nye myndighetskrav til likviditet og kapitaldekning. Videre kan bankene bruke slike obligasjoner som sikkerhet for lån i sentralbanker eller i gjenkjøpsavtaler. Bankenes risiko knyttet både til gjeld og fordringer kan dermed bli påvirket av hvor robuste OMF viser seg å være i perioder med uro i finansmarkedene og/eller svak makroøkonomisk utvikling. Robustheten til OMF er derfor viktig for finansiell stabilitet.

Artikkelen er organisert på følgende måte: I del 2 gir vi en oversikt over viktige trekk ved covered bonds og norsk regulering. Vi drøfter også egenskaper ved de norske kredittforetakene som utsteder OMF. Del 3 omhandler markedet for OMF. I del 4 analyserer vi ulike typer risikoer knyttet til OMF. I del 5 diskuterer vi hvilke implikasjoner OMF kan ha for finansiell stabilitet, før vi i del 6 gir en kort oppsummering.

## 2. Hva er covered bonds og OMF?

Covered bonds utstedt i europeiske land har ulike egenskaper. Det finnes derfor ingen generell definisjon.<sup>6</sup> Det europeiske rådet for covered bonds<sup>7</sup> har imidlertid laget en minimumsstandard:

- Obligasjonen er utstedt av – eller obligasjonseieren har på annen måte krav på dekning hos – en kredittinstitusjon som er underlagt offentlig tilsyn og regulering.
- Obligasjonseieren har et krav mot en sikkerhetsmasse som går foran kravene fra de usikrede kreditorene til kredittinstitusjonen.
- Kredittinstitusjonen er forpliktet til å sørge for at sikkerhetsmassen til enhver tid er tilstrekkelig til å dekke kravene fra obligasjonseierne.

- Kredittinstitusjonens forpliktelser knyttet til sikkerhetsmassen er under tilsyn av offentlige myndigheter eller andre uavhengige institusjoner.

Covered bonds som tilfredsstill disse kravene kan deles i to kategorier:

- Covered bonds som er utstedt etter et *særskilt* lovverk, hvor det blant annet stilles krav til sikkerhetsmassen, likviditetsstyring og tilsyn. Gjennom det særskilte lovverket og tilsynet begrenses obligasjonseierens risiko.
- Covered bonds som er utstedt etter *generelt* lovverk, hvor egenskapene ved obligasjonene blir bestemt i egne avtaler mellom utsteder og investor (såkalte «strukturerte covered bonds»). Slike obligasjoner kan bli utstedt i land hvor det mangler et særskilt lovverk. En annen motivasjon er at egne avtaler gir større fleksibilitet for utstederen, for eksempel når det gjelder hvilke eiendeler som kan være i sikkerhetsmassen.

De fleste europeiske land har etablert særskilt lovverk for utstedelse av covered bonds. Lovverket varierer litt mellom land, men de fleste er tilpasset kravene i verdipapirfonddirektivet<sup>8</sup> og kapitaldekningsdirektivet<sup>9</sup> fra EU. Verdipapirfonddirektivet stiller krav til fond som skal markedsføres og selges til småsparere i EØS-området. Et slikt fond kan i utgangspunktet ikke plassere mer enn 5 prosent av sine eiendeler i finansielle instrumenter utstedt av ett enkelt selskap, men grensen økes til 25 prosent for covered bonds som oppfyller kravene direktivet stiller. Kapitaldekningsdirektivet gir retningslinjer for beregning av egenkapitalen kredittinstitusjonene må holde for sine ulike kategorier av eiendeler. Eiendelene gis ulik vekt i beregningen av grunnlaget for egenkapitalkrav, avhengig av risikoen ved dem. Sikre eiendeler tillegges en lav risikovekt, og kredittinstitusjonene trenger dermed å holde mindre egenkapital for disse enn for andre eiendeler fra private utstedere. Kapitaldekningsdirektivet innholder krav som covered bonds må tilfredsstill for å få en lav risikovekt (10 prosent).<sup>10</sup>

Kapitaldekningsdirektivet forutsetter at kravene i verdipapirfonddirektivet er oppfylt og stiller i tillegg enkelte nye krav. Covered bonds som tilfredsstill kapitaldekningsdirektivet, vil dermed alltid tilfredsstill verdipapirfonddirektivet, men ikke omvendt. For at en

<sup>6</sup> Covered bonds utstedes i all hovedsak i europeiske land. Det er imidlertid eksempler på utstedelser i land utenfor Europa, som USA.

<sup>7</sup> The European Covered Bond Council.

<sup>8</sup> Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities directive (UCITS-direktivet).

<sup>9</sup> Capital Requirements Directive.

<sup>10</sup> Risikovekt etter standardmetoden for beregning av kapitalkrav. Kapitalkravet er 8 prosent av en risikovektet balanse. Risikovekten for covered bonds er 10 prosent. Eiendeler som er underlagt kapitalkrav, må derfor kun stille kapital for minimum 0,8 prosent av verdien av covered bonds..

covered bond skal ha en lav risikovekt etter kapitaldekningsdirektivet, må utstederen være underlagt offentlig tilsyn som sikrer investors interesser, og investors fordringer må være sikret i eiendeler som vil bli brukt til

å dekke investorers krav i tilfelle insolvens. Dette kravet må være oppfylt gjennom hele obligasjonens løpetid. Kapitaldekningsdirektivet stiller detaljerte krav til hvilke eiendeler som kan benyttes til å sikre obligasjonseierne.<sup>11</sup>

## Norsk lovverk

I Norge er utstedelse av OMF regulert i «Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner» av 1988 og «Forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse bestående av offentlige lån, utlån med pant i bolig eller annen fast eiendom» av 2007. For å sikre at OMF som er utstedt etter det norske lovverket skal kunne risikovektes med 10 prosent etter standardmetoden, er den norske forskriften utarbeidet slik at kravene er minst like strenge som kravene i kapitaldekningsdirektivet.

Obligasjonen må utstedes av en egen institusjon (kredittforetak) og være sikret i lån som er eid direkte av foretaket. Lånene kan være overført fra en bank eller være gitt av foretaket direkte. Dersom utsteder misligholder sine forpliktelser overfor obligasjonseierne, vil de være sikret både ved at de har et direkte krav mot kredittforetaket og gjennom at de har fortrinnsrett til sikkerhetsmassen. Sikkerhetsmassen kan bestå av boliglån innenfor 75 prosent av verdigrunnlaget (markedsverdi), lån til næringseiendom innenfor 60 prosent av verdigrunnlaget, lån til offentlige myndigheter innenfor EØS eller stater innenfor OECD (risikoklasse 1), eller i derivater med motpartner i risikoklasse 1. Hvert enkelt lån kan maksimalt utgjøre 5 prosent av sikkerhetsmassen, og maksimalt 15 prosent av eksponeringen i sikkerhetsmassen kan være mot bank. Inntil 20 prosent av sikkerhetsmassen kan bestå av såkalt fyllingssikkerhet, som er spesielt likvide og sikre obligasjoner eller bankinnskudd.<sup>1</sup>

Sikkerhetsmassens verdi skal til enhver tid overstige verdien av utestående OMF. Sikkerhetsmassen skal verdsettes til markedsverdi, mens verdien av OMF beregnes etter nåverdimetoden. Eiendeler som ikke tilfredsstiller lovkravene, kan inngå i sikkerhetsmassen, men skal ikke regnes med ved beregningen av om foretaket oppfyller balansekravet etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-31. Obligasjonseierne kan derfor ha fortrinnsrett til eventuelle lån som ikke lenger oppfyller kravene til belåningsgrad. En uavhengig gransker oppnevnt av Finanstilsynet skal minst hver tredje måned kontrollere at kravene til sikkerhetsmassen er oppfylt. Kredittforetakene er også forpliktet til å ha en likviditetsstyring som sikrer rettidig betaling til obligasjonseierne. For å sikre dette skal foretakene gjennomføre stresstester. Kredittforetakene skal også sette rammer for rente- og valutarisiko. Finanstilsynet fører tilsyn med kredittforetakenes likviditetsstyring og rammene for valuta- og renterisiko.

Et kredittforetak kan settes under offentlig administrasjon hvis det ikke klarer å sikre betalinger til rett tid til obligasjonseierne, eller hvis banken som eier kredittforetaket settes under offentlig administrasjon. I tilfelle offentlig administrasjon vil Finanstilsynet oppnevne et eget bostyre for kredittforetaket med representasjon fra obligasjonseierne. Bostyret kan beslutte å la obligasjonene løpe til forfall hvis det finner at kredittforetaket har nok likviditet til å foreta betalinger til rett tid. Bostyret kan utstede nye obligasjoner med pant i sikkerhetsmassen for å skaffe nok likviditet. Dersom bostyret finner at det ikke er tilstrekkelig likviditet, vil det selge sikkerhetsmassen.<sup>2</sup> Inntektene fra salget vil bli benyttet til å dekke kravet fra obligasjonseierne og derivatmotpartene og til å dekke egne utgifter. Obligasjonseierne vil i en situasjon med offentlig administrasjon være beskyttet ved at loven stenger for enkeltforfølgelse fra individuelle obligasjonseiere (på bekostning av øvrige obligasjonseieres krav) og motregning mot kredittforetaket.

<sup>1</sup> Kan økes til 30 prosent med tillatelse fra Finanstilsynet.

<sup>2</sup> Ved salg av et lån til en annen kredittinstitusjon må låntaker (normalt boligeier) varsles, men det er ikke krav om samtykke.

<sup>11</sup> Kredittforetak kan være eksponert mot offentlige myndigheter innenfor EU, mot stater og offentlige myndigheter utenfor EU i risikoklasse 1, mot boliglån med en belåningsgrad på inntil 80 prosent, lån til næringseiendom og skip med belåningsgrad inntil 60 prosent, og mot banker i risikoklasse 1. Eksponeringen mot banker kan ikke overstige 15 prosent av sikkerhetsmassen til kredittforetaket.

## Modellen for OMF

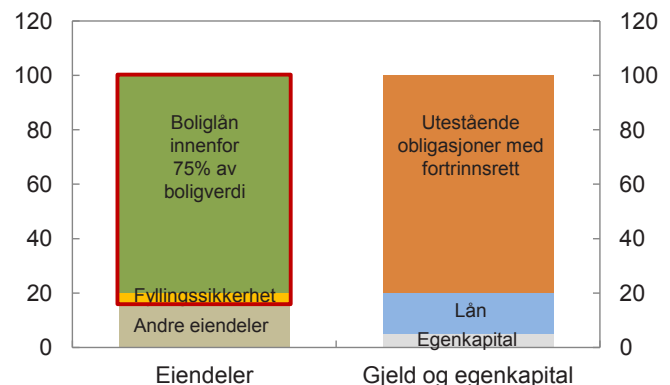
Etter norsk lov må OMF utstedes av et eget kredittforetak, se nærmere omtale i egen ramme. Kredittforetakene er i hovedsak opprettet, eid og kontrollert av bankene. Flertallet av norske banker eier et slikt foretak sammen med andre banker, men enkelte store og mellomstore banker har valgt å opprette egne kredittforetak. Et mindre antall banker har ikke noen tilknytning til foretak som utsteder OMF. OMF skiller seg klart fra tradisjonell verdipapirisering av lån i form av såkalte «Asset-Backed Securities» (ABS), se egen ramme med viktige forskjeller.

Kredittforetak gir bankene finansiering av lån til bolig eller næringsseiendom. Det skjer ved at bankene overfører slike lån til kredittforetakene, som utsteder OMF med sikkerhet i lånene.<sup>12</sup> Bankene gir normalt foretakene kort-siktig kreditt når lånene blir overført. Kredittforetakene betaler tilbake kreditten enten ved at de skaffer likviditet ved å selge OMF, eller ved at banken mottar OMF for en verdi som tilsvarer lånene den har overført. Bankens balanse endres derfor ved at utlån erstattes med OMF eller midler fra salget. Midlene kan eventuelt benyttes til å nedbetale bankens gjeld.

Den største posten på aktivasisiden av kredittforetakenes balanse er lån til bolig og næringsseiendom, mens den største posten på passivasiden er utstedte OMF. Verdien av fyllingssikkerhet og bolig- og næringslån innenfor 75 eller 60 prosent belåning skal etter loven være større enn verdien av utestående OMF, se omtale i ramme om norsk lovverk. Obligasjonseierne har fortrinnsrett til den delen av lånene som ligger utenfor 75 eller 60 prosent, men bare lån innenfor 75 eller 60 prosent vil telle med i sikkerhetsmassen ved beregning av om foretaket oppfyller dette balansekravet.

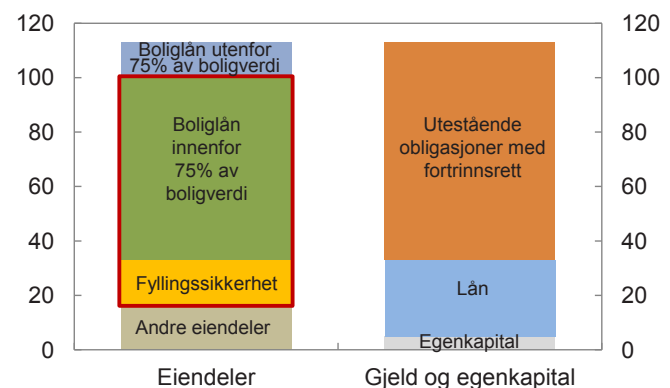
Hvis prisen på eiendom faller, kan det bli nødvendig for kredittforetaket å få tilført nye lån for å opprettholde verdien av sikkerhetsmassen. Et kredittforetak kan løse dette for eksempel ved å øke størrelsen på fyllingssikkerheten eller få tilført nye bolig-, nærings- eller offentlige lån. Dette kan finansieres ved at foretaket øker sitt eget låneopptak hos bankene. Både aktiva- og passivasiden av balansen øker hvis en slik løsning velges, se figur 2.1 og 2.2. Et alternativ er også å kjøpe tilbake utstedte OMF og finansiere dette med å utstede en usikret obligasjon. Da vil den usikrede obligasjonen erstatte OMF på passivasiden, mens aktivasisiden blir uendret.

**Figur 2.1** Forenklet balanse for et boligkredittforetak før et fall i boligpriser. Rød ramme angir tellende sikkerhetsmasse<sup>1)</sup>. Total balanse = 100 før fall i boligpriser



<sup>1)</sup> Med tellende sikkerhetsmasse menes de eiendelene i sikkerhetsmassen som inkluderes i beregningen av om verdien av sikkerhetsmassen er større enn verdien av utestående OMF (lovkrav).

**Figur 2.2** Forenklet balanse for et boligkredittforetak etter et fall i boligpriser. Rød ramme angir tellende sikkerhetsmasse<sup>1)</sup>. Total balanse = 100 før fall i boligpriser



<sup>1)</sup> Med tellende sikkerhetsmasse menes de eiendelene i sikkerhetsmassen som inkluderes i beregningen av om verdien av sikkerhetsmassen er større enn verdien av utestående OMF (lovkrav).

<sup>12</sup> Norske banker hadde per mai 2010 overført 40 prosent av sine boliglån til kredittforetak som utsteder OMF.

## Viktige forskjeller mellom OMF og «Asset-Backed Securities»

I USA og flere andre land er det utstedt store volumer pantesikrede obligasjoner som ofte benevnes «Asset-Backed Securities» (ABS). Under sammenlignes enkelte av de mange ulike egenskapene ved ABS og OMF.

### Krav til kapitaldekning

- *ABS*: Verdipapirisering av en banks utlån i form av ABS innebærer at utlånsporteføljer selges til et spesialforetak. Et spesialforetak er et foretak som er etablert for ett bestemt formål. Det er ikke underlagt kapitalkrav og er ikke eid av banken selv. Spesialforetaket finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner (ABS) med pant i den kjøpte porteføljen. Risikoen knyttet til utlånsporteføljen overføres til kjøperne av obligasjonene.
- *OMF*: De norske bankene står som eiere av kredittforetakene som utsteder OMF. Kredittforetakene, som ikke må forveksles med nevnte *spesialforetak*, er underlagt samme kapitaldekningsregler som banker, og må derfor ha tilstrekkelig kapitaldekning for lånene de eier. Da den innskutte egenkapitalen kommer fra eierbankene, gir OMF ingen direkte overføring av kredittrisiko fra bankene til eksterne investorer.

### Typer underliggende lån

- *ABS*: Kan ha pant i bolig- og næringslån, men også bil-, kredittkort- og studielån er vanlig. Kvaliteten på lånene vil være spesifikk for hver utstedelse.
- *OMF*: Er underlagt et regelverk som fordrer streng oversikt og stiller klare krav til hva som kan brukes som sikkerhet. I hovedsak består sikkerhetsmassen til OMF av bolig- og næringslån innenfor henholdsvis 75 og 60 prosent av pantets verdigrunnlag.

### Statisk vs. dynamisk portefølje av lån

- *ABS*: Lånene som utgjør pantet, endres i hovedsak ikke gjennom ABS-ens levetid. Det er også vanlig at lånekundenes innbetalinger av renter, avdrag og hovedstol overføres via spesialforetaket til investorene (såkalt «pass-through»-struktur). Midler fra lån som innfris før tiden, overføres også til investorene. Det medfører at investorene ikke kan vite nøyaktig størrelse på ABS-ens periodevise utbetalinger, eller når ABS-en vil utløpe.
- *OMF*: Sikkerhetsmassen er dynamisk, slik at den til enhver tid kan utvides med nye lån og annen fyllings-sikkerhet. Lån som ikke lenger oppfyller lovkriteriene inngår fortsatt i sikkerhetsmassen, men vil ikke telle med når man beregner om verdien av sikkerhetsmassen er større enn verdien av utestående OMF (lovkrav). Tidspunkt og størrelse på de periodevise utbetalingene er kjent på forhånd.

### Transjering

- *ABS*: Kan være inndelt i grupper av verdipapirer med ulik prioritet til kontantstrømmene og pantet. De ulike gruppene kalles transjer. Inndelingen er ofte innrettet slik at de lavest rangerte transjene tar de første tapene knyttet til de underliggende lånene.
- *OMF*: Er ikke delt inn i transjer, og alle eierne har lik rettighet til sikkerhetsmassen i foretaket.

### 3. Markedet for OMF

Det er utstedt et betydelig volum OMF etter at det norske regelverket for OMF trådte i kraft 1. juni 2007, se figur 3.1. Det utestående volumet fra norske kredittforetak var om lag 500 milliarder kroner ved utgangen av 2. kvartal 2010, hvorav om lag  $\frac{1}{3}$  var denominert i utenlandsk valuta.<sup>13</sup> Den effektive renten på OMF har vært lavere enn effektiv rente på ordinære bankobligasjoner, se figur 3.2.

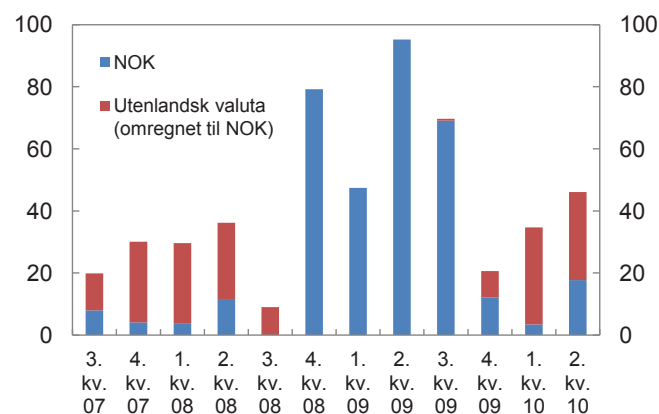
#### Utstedelser i Norge

OMF fra norske utstedere er gjennomgående notert på børs. For obligasjoner utstedt i Norge vil det si Oslo Børs eller den alternative markedsplassen for obligasjoner (ABM)<sup>14</sup>. I perioden fram til statens bytteordning for OMF ble annonsert 12. oktober 2008, var det utstedt OMF i norske kroner for om lag 42 milliarder kroner. I bytteordningen er det deponert OMF for over 230 milliarder kroner, se egen ramme om bytteordningen. Det utgjør nær halvparten av dagens utestående volum av OMF. Ordningen har i stor grad bidratt til å øke utstedelsene av OMF. Før ordningen ble introdusert, var det sju norske kredittforetak med rett til å utstede OMF. I dag er det 23 slike kredittforetak.

OMF-ene som er deponert i bytteordningen, må refinansieres i markedet fram mot høsten 2014 etter hvert som bytteavtalene forfaller, se figur 3.3. En stor andel ventes da å bli refinansiert i utenlandsk valuta. For flertallet av de noe mindre norske kredittforetakene vil det trolig likevel være mest aktuelt å utstede OMF i norske kroner. Dette har sammenheng med at krav fra internasjonale investorer om god kredittradering, høyt utestående volum, fast rente og prisstillere, ikke vil bli oppfylt for mange norske utstedere, se eget avsnitt om internasjonale utstedelser.

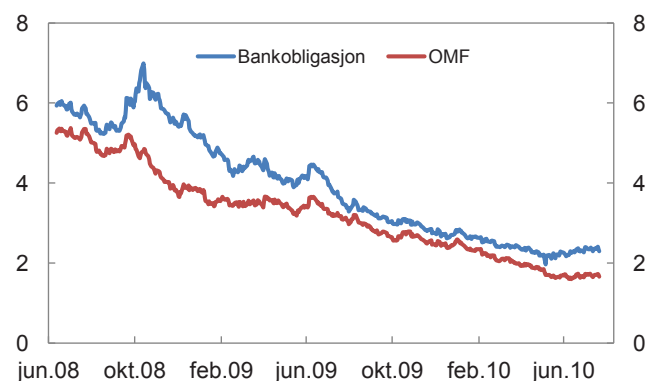
Lånene i sikkerhetsmassen til de norske kredittforetakene har i hovedsak flytende rente, og OMF er så langt i overveiende grad også utstedt med flytende rente. Det skyldes i stor grad at banker og kredittforetak har kunnet deponere OMF med flytende rente i bytteordningen. Også for OMF utstedt i det norske markedet har flytende rente vært mest vanlig. Ifølge markedsaktører har det imidlertid vært vanskelig å utstede OMF i norske kroner med flytende rente og lengre løpetid enn fem år. Viktige investorgrupper, som pensjonskasser og livselskaper, ønsker gjerne obligasjoner med lange løpetider og fast rente. Det kan tilsi at det i tiden framover blir vanligere med fastrenteutstedelser i norske kroner. En utfordring for

**Figur 3.1** Utstedelser av OMF. Norske kredittforetak. Milliarder kroner. 3. kv. 2007 – 2. kv. 2010



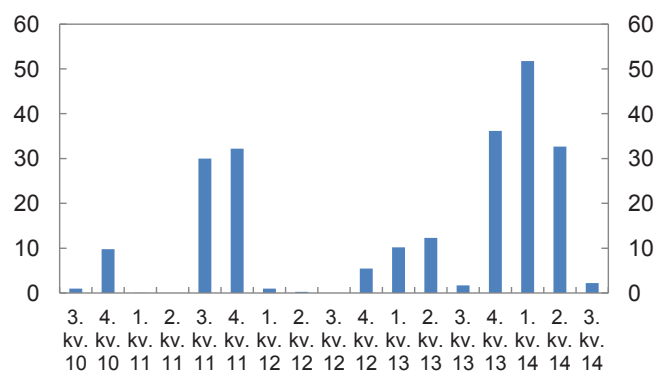
Kilder: Stamdata, Bloomberg og Norges Bank

**Figur 3.2** Effektiv rente på OMF og bankobligasjon med samme utstedelseshvolum. Denominert i euro. 3 år gjenstående løpetid. Prosent. 12. juni 2008 – 21. juli 2010



Kilde: Bloomberg

**Figur 3.3** Forfallsstruktur i bytteordningen. Milliarder kroner. 3. kv. 2010 – 3. kv. 2014



Kilde: Norges Bank

<sup>13</sup> Kilder: Stamdata og Bloomberg.

<sup>14</sup> Oslo ABM er en uregulert markedsplass som ikke er underlagt konsesjon i henhold til børsloven, og kan derfor operere uavhengig av vedtatte EU-direktiver. Noteringsprosessen er mindre omfattende, og det er ikke krav til IFRS-regnskapsrapportering. Likevel er gjennomlysningsregler og handelsregler tilsvarende som på markedsplassen Oslo Børs..

de norske utstederne, som ønsker å avlaste renterisikoen ved å bytte fast mot flytende rente, er at det per i dag er begrenset tilgang på motparter som kan inngå slike rentebytteavtaler.

Andrehåndsmarkedet for OMF i Norge er ungt og under utvikling. Omsetningen har så langt vært begrenset, både målt i antall handler og i volum. Dette har trolig sammenheng med at det er relativt kort tid siden det ble åpnet for utstedelser av OMF i Norge, og at det meste av OMF-ene er blitt benyttet i bytteordningen mot staten. Sammenlignet med land hvor denne typen obligasjoner omsettes hyppigere, er dessuten volumet av norske utstedelser fremdeles nokså lavt. Regelverksendringer

for forsikringsselskaper og banker kan imidlertid trekke i retning av økt etterspørsel i det norske markedet i årene framover, se eget avsnitt om investorer.

Det kan også ha betydning at det norske markedet i liten grad er understøttet av prisstillere. Disse har som formål å bedre likviditeten i markedet, og er oftest banker eller meglerhus. Prisstillerne stiller både kjøps- og salgskurser for handel av gitte volumer OMF. For enkelte norske utstedelser stiller eierbankene selv priser for handel i sine egne kredittforetaks utstedelser. Internasjonalt er det vanlig at større utstedelser har flere prisstillere. Slike ordninger med flere prisstillere per utstedelse ventes etter hvert å komme på plass også i Norge.

## Bytteordningen mellom statskasseveksler og OMF

Som et ledd i arbeidet med å bedre finansieringssituasjonen til bankene, ga Stortinget 24. oktober 2008 Finansdepartementet fullmakt til å iverksette en ordning der staten gir bankene statskasseveksler i bytte mot OMF for en avtalt periode. Ordningen ble annonsert på et tidspunkt da etterspørselen etter OMF og mange andre verdipapirer var svært lav som følge av finanskrisen.

Ettersom statskasseveksler er lettere å omsette enn OMF, innebærer et slikt bytte en bedring av bankenes likviditetssituasjon. Deltakerne kan enten beholde statskassevekslene eller selge dem i markedet. Bytteordningen blir administrert av Norges Bank, og har en ramme på 350 milliarder kroner.<sup>1</sup> Totalt er statskasseveksler for 230 milliarder kroner tildelt. Deltakerne har fått tilgang på statskasseveksler ved å by i auksjoner arrangert av Norges Bank. Det vil inntil videre ikke bli avholdt flere auksjoner.

Banker med adgang til å ta opp F-lån i Norges Bank, og kredittforetak med tillatelse til å utstede OMF, har inngått bytteavtaler med staten. Kun OMF med sikkerhet i norske utlånsporteføljer godtas i ordningen.

I auksjonene har deltakerne spesifisert ønsket volum statskasseveksler, varighet på bytteavtalen og hvor mange basispunkter de har vært villige til å betale ut over en på forhånd bestemt minstepris. Minsteprisen er en rente bestående av seks måneders pengemarkedsrente pluss et påslag som er fastsatt i forkant av hver auksjon. Påslaget, og deltakernes auksjonsbud ut over dette, ligger fast gjennom hele avtaleperioden. Deltakerne får likevel en variabel lånekostnad ved at pengemarkedsrenten brukt i avtalen justeres når vekslene forfaller. Løpetiden på avtalene er inntil fem år. Etter hvert som vekslene forfaller, må deltakerne i hele avtaleperioden kjøpe nye vekslere av staten med seks måneders løpetid til vekslenes markedspris.

Kupongutbetalingene fra OMF-ene tilfaller deltakerne selv. Når bytteavtalene utløper, kjøper deltakerne OMF tilbake fra staten for samme pris som de ble solgt for. Deltakerne mottar rente på de statskassevekslene som de har valgt å holde til forfall. Prisen på bytteavtalen er følgelig differansen mellom auksjonsrenten og statskassevekselrenten. Det er fastsatt en nedre grense på 40 basispunkter for forskjellen mellom auksjonsrenten og statskassevekselrenten. Det innebærer at auksjonsrenten minst vil være renten på statskassevekselen som deltakerne mottar, pluss 40 basispunkter.

Fra august 2009 ble prisene for å delta i ordningen gradvis oppjustert, og den siste tildelingen ble gjort i oktober 2009. Behovet for ordningen avtok etter hvert som muligheten til å utstede OMF i tradisjonelle investormarkeder bedret seg.

<sup>1</sup> Se Rundskriv nr.8/26. mai 2009, Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett

## Internasjonale utstedelser

De største norske kredittforetakene utsteder OMF også i andre valutaer enn norske kroner og noterer dem på utenlandske markedsplasser. Bourse de Luxembourg har så langt vært en viktig markedsplass for internasjonale utstedelser av OMF. Over 90 prosent av utstedelsene er denominert i euro, og en mindre andel i sveitsiske franc. En stor del av dagens utestående volum forfaller innen 2013, se figur 3.4. Det har sammenheng med at løpetider på 3 og 5 år var dominerende fram til finanskrisen. Fra september 2008 til august 2009 var det ingen internasjonale benchmark-utstedelser fra norske kredittforetak, da bytteordningen erstattet vanlig markedsfinansiering. I 2010 har norske kredittforetak utstedt et betydelig volum med 7 års løpetid, se figur 3.5. Framover kan de bedre markedsforholdene legge til rette for at nye OMF i større grad utstedes med lengre løpetider.

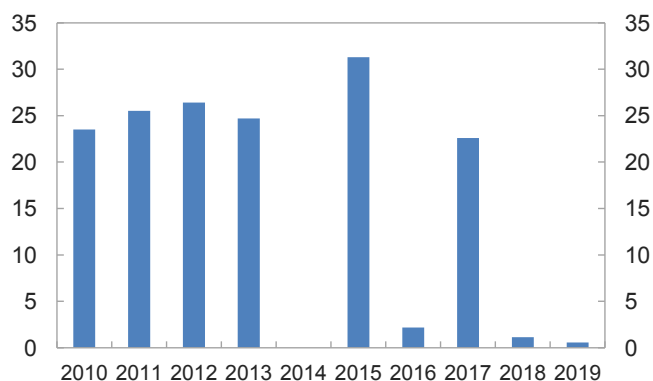
Norske utstedere oppnår om lag samme betingelser som sammenlignbare skandinaviske utstedere. Lavest er risikopåslagene for tyske pfandbriefe, blant annet som følge av markedsstørrelse og lang historikk, se omtale i del 1. I likhet med de fleste andre verdipapirer økte risikopåslagene markant under finanskrisen, se figur 3.6. Risikopåslagene har siden stabilisert seg, men på et høyere nivå enn før krisen.

For å oppnå gode betingelser på internasjonale utstedelser må obligasjonene ha en høy kredittgradering, tilstrekkelig stort volum og fast rente. Kredittvurderingsbyråene stiller flere og strengere krav enn lovverket for å gi en høy kredittgradering. Det kan blant annet være krav om overpantsettelse og strenge krav til likviditetsstyring. Tilstrekkelig volum for å få gode betingelser avhenger av hvilket land en OMF legges ut i. Legges den ut i euroområdet, oppnås best betingelser for utstedelser på minst 1 milliard euro. Slike volumer ville føre til en uheldig forfallsstruktur (lite spredning av forfall) for andre enn de store kredittforetakene.

De norske kredittforetakene som til nå har utstedt OMF utenfor Norge, er tildelt høyeste eller nest høyeste kredittgradering (AAA eller AA). Få norske banker har kredittgradering, og ingen banker har like høy kredittgradering som OMF utstedt av slike kredittforetak. En betydelig andel av de største investorene kjøper utelukkende obligasjoner med høyeste kredittgradering. Ved å være eier eller deleier i et kredittforetak kan norske banker skaffe seg finansiering ved at kredittforetakene selger OMF til slike investorer. Bankene får på denne måten også en bedre diversifisering av sin finansiering.

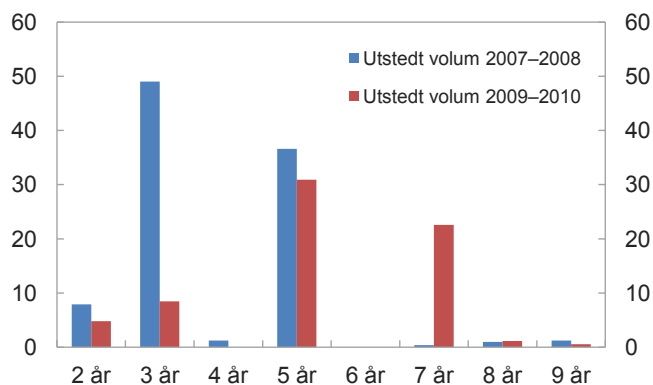
Kredittforetak som utsteder OMF utenfor Norge, pådrar seg vanligvis valuta- og renterisiko, siden OMF utstedes i fremmed valuta og til fast rente, mens lånene i sikkerhets-

**Figur 3.4** Forfallsstruktur for utestående OMF denominert i utenlandsk valuta. Omregnet til milliarder kroner. Utstedelser i perioden 3. kv. 2007 – 2. kv. 2010



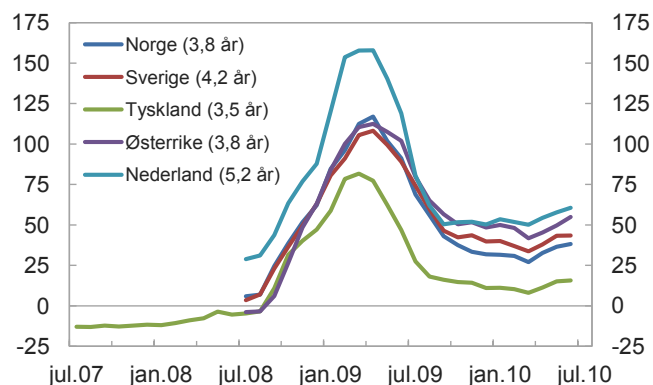
Kilder: Bloomberg og Norges Bank

**Figur 3.5** Løpetid ved utstedelsestidspunkt på OMF denominert i utenlandsk valuta. Omregnet til milliarder kroner. Utstedelser i perioden 3. kv. 2007 – 2. kv. 2010



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

**Figur 3.6** Risikopåslag på covered bonds denominert i euro.<sup>1)</sup> Gjenstående løpetider angitt i parentes. Differanser mot swaprenter. Basispunkter. Juli 2007 – juni 2010



<sup>1)</sup> iBoxx □ Covered-indeksjer

Kilde: Markit



massen gjennomgående har flytende rente og er i norske kroner. Kredittforetakene kan begrense eller fjerne denne rente- og valutarisikoen ved å inngå valuta- og rentebytteavtaler. Rente- og valutabytteavtaler kan medføre både inntekter og kostnader for kredittforetakene. Dette vil i stor grad avhenge av markedsforholdene, og tilgangen på interesserte motparter varierer over tid.

### *Investorer*

Kombinasjonen av lav kredittrisiko og noe høyere løpende avkastning enn statsobligasjoner med tilsvarende kredittgradering, har bidratt til å gjøre covered bonds (herunder OMF) til et egnet investeringsobjekt for en bred gruppe av investorer. Eksempler på dette er banker, forsikringsselskaper, pensjonskasser og ulike typer fond. Flere av de store investorgruppene er underlagt regelverk om risikovekting og investeringsgrenser. Covered bonds har lavere risikovekt i kapitaldekningsregelverket og høyere investeringsgrenser i regelverket for forsikringsselskaper og verdipapirfond enn tradisjonelle bankobligasjoner. Nye og planlagte regelverksendringer vil trolig medføre økt etterspørsel etter covered bonds fra banker og andre finansinstitusjoner.

For bankene som investorgruppe, er det viktig at kapitaldekningsregelverket (Basel II), som ble tatt i bruk i 2008, gir en standard risikovekt på 10 prosent for covered bonds mot 20 prosent for usikrede bankobligasjoner. Bankene kan også bruke egne modeller for beregning av risikovekter. Dette kan gi en ytterligere reduksjon i risikovektingen for covered bonds og usikrede papirer. For norske banker kan det videre ha betydning at Norges Bank ikke vil godta bankobligasjoner som pant etter februar 2012. Samtidig vil Norges Bank i likhet med de fleste andre sentralbanker fortsatt godta covered bonds som sikkerhet for lån. Bankene kan dermed skaffe seg større låneadgang i sentralbankene ved å investere i covered bonds istedenfor i bankobligasjoner.

For forsikringsselskaper vil de nye solvensreglene (Solvens II) som skal innføres fra 2013 i EU- og EØS-landene, gi insentiver til økt investering i covered bonds.<sup>15</sup> Mens det har vært vanlig at eiendelene i stor grad verdsettes til markedsverdi, har verdsettingen av forpliktelsene i mange land tatt utgangspunkt i en fast diskonteringsrate bestemt av myndighetene. Det gjeldende regelverket bidrar til at de fleste forsikringsselskaper har lavere durasjon på eiendelene enn på forpliktelsene. Med det nye regelverket vil verdien av både eiendeler og forpliktelser bli satt ut fra markedsverdien. Verdien av forpliktelsene vil dermed variere mer enn i dag. For å

sikre god samvariasjon mellom eiendeler og forpliktelser kan selskapene øke durasjonen på eiendelene – blant annet ved å investere i covered bonds med lang løpetid. Videre vil forsikringsselskapene i likhet med bankene kunne redusere kapitalkravet ved å investere i covered bonds framfor private eiendeler med høyere risikovekting.

## 4. Risiko og verdsetting

Investors risiko knyttet til OMF består av risikoen for at utsteder ikke klarer å gjøre utbetalinger til rett tid, og risikoen for at investor ikke får dekket hele sitt krav i tilfelle obligasjonen blir hevet. Motstykket til denne risikoen er risikoen utstederen har for at sikkerhetsmassen ikke skal være tilstrekkelig god, og risikoen knyttet til finansiering av sikkerhetsmassen. I denne delen vil vi se på de sentrale risikoene utstederne står overfor, og diskutere i hvilken grad de kan påføre en risiko for investor. Systemrisiko og betydningen for finansiell stabilitet forbundet med OMF som finansieringskilde, er drøftet i del 5.

### *Risiko for tap av hovedstol – kredittrisiko*

Et vesentlig trekk ved OMF som finansielt instrument er at det er underlagt regulering som sikrer at det har moderat eller lav kredittrisiko. Dette oppnås dels ved at eierne av OMF gis fortrinnsrett foran andre långivere til en spesifisert del av utsteders aktiva, og dels ved at det stilles særskilte krav til størrelse, innhold og kredittkvalitet på aktivaene som utgjør sikkerhetsmassen.

I Norge skilles som nevnt aktivaene i en bank ut ved at et kredittforetak overtar sikkerhetsmassen og utsteder OMF. I andre land utstedes obligasjonene av banken og blir værende på bankens balanse. I enkelte land, som for eksempel Danmark og Sverige, åpner lovgivningen for begge muligheter. Covered bonds på bankens balanse gir investorene krav både på sikkerhetsmassen og bankens øvrige eiendeler hvis obligasjonen heves. Fordelen ved å ha krav på flere eiendeler kan oppveies av at investorene i noen grad vil være eksponert for risikoen knyttet til bankens øvrige virksomhet. Et kredittforetak har ofte færre eiendeler utenom sikkerhetsmassen, men virksomheten til foretaket er underlagt strengere regulering. Dette begrenser kredittforetakets muligheter til å ta risiko, og gjør det lettere for investor å vurdere foretakets soliditet.

Uavhengig av hvordan utstedelser av covered bonds er organisert, har det vært få historiske tilfeller der utstedere av slike obligasjoner har fått soliditetsproblemer. Erfar-

<sup>15</sup> Det er ikke avgjort om Finanstilsynet vil gjøre de nye solvensreglene helt eller delvis gjeldende for pensjonskasser.

<sup>16</sup> Se rapporten Finansiell stabilitet nr. 1. 2010, Norges Bank, for omtale av Solvens II og regelverkets konsekvenser for bankene.

ring fra nedgradering av en tysk hypotekbank<sup>17</sup> i 2005 tilsier at kredittrisikoen knyttet til covered bonds er lite påvirket av endringer i utsteders kredittverdighet. Dette kan imidlertid ha endret seg etter finanskrisen.

Etter norsk lovverk kan sikkerhetsmassen bestå av bolig- og næringslån med krav til belåningsgrad og lån gitt eller garantert av offentlige myndigheter. I tillegg til krav om maksimal belåningsgrad på lånene i sikkerhetsmassen stilles det i enkelte land krav om såkalt overpantsettelse. Det vil si at myndighetene stiller krav om hvor mye høyere verdien av sikkerhetsmassen må være enn verdien av utestående obligasjoner med fortrinnsrett.

Dette bidrar til å redusere risikoen for at investorene skal lide tap dersom det oppstår en situasjon der utsteder ikke kan innfri sine forpliktelser og der sikkerhetsmassen må realiseres. I Norge er det ikke noe lovkrav om overpantsettelse, men de fleste store utstedere praktiserer likevel dette for å kunne oppnå god kredittgradering.<sup>18</sup>

Selv om sikkerhetsmassen for OMF i hovedsak består av boliglån med lav belåningsgrad, vil en vesentlig risikofaktor for eiere av OMF være et betydelig fall i boligprisene kombinert med makroøkonomiske forhold som øker sannsynligheten for at låntakere skal misligholde sine lån, se ramme om effekter av boligprisfall.

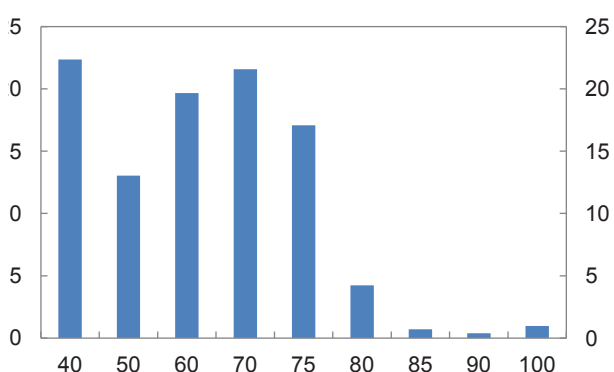
## Hvordan vil et fall i boligprisene påvirke OMF?

Hvordan et boligprisfall påvirker en OMF, avhenger blant annet av belåningsgraden til lånene i sikkerhetsmassen, graden av overpantsettelse og kredittforetakets likviditet (fyllingssikkerheten). For å illustrere hvordan en OMF kan bli påvirket av et fall i boligprisene, har vi tatt utgangspunkt i sikkerhetsmassen for et utvalg av norske boligkredittforetak ved utgangen av 2009. Utvalget dekker om lag 95 prosent av totalt volum av utestående OMF på samme tidspunkt. Gjennomsnittlig belåningsgrad for boliglånene i sikkerhetsmassen var om lag 60 prosent.<sup>1</sup> Vel 22 prosent av boliglånene hadde en belåningsgrad under 40 prosent, se figur 1.

Et fall i boligprisene vil isolert sett øke belåningsgraden på boliglånene. Hvis belåningsgraden overgår maksimumskravet på 75 prosent, vil andelen av lånet som ligger over kravet ikke lenger telle med ved beregning av om balansekravet er oppfylt. Hele lånet beholdes likevel på kredittforetakets balanse, jf. del 2. Endringer i boligprisene fører ikke til en proporsjonal endring i den tellende sikkerhetsmassen. I vårt eksempel vil et fall i boligprisene på 10 prosent føre til at tellende sikkerhetsmasse blir redusert med vel 3 prosent, mens et boligprisfall på 30 prosent vil gi en reduksjon på i underkant av 15 prosent, se figur 2. Årsaken til dette er at mange av boliglånene i

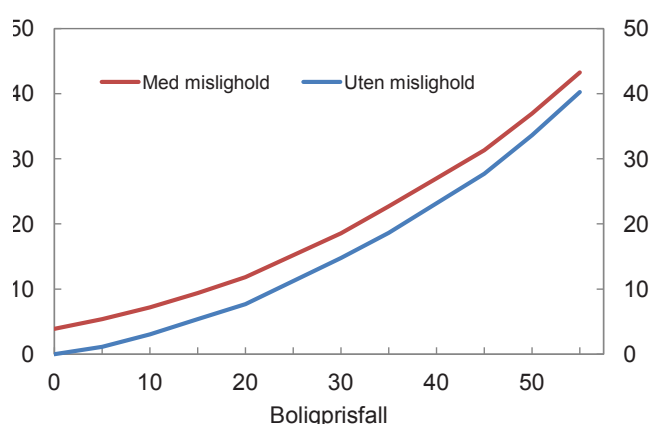
<sup>1</sup> I beregningen er alle boliglån med belåningsgrad på 40 prosent eller mindre gitt en belåningsgrad på 40 prosent.

**Figur 1** Sikkerhetsmasse fordelt etter belåningsgrad. Utvalgte boligkredittforetak 31.12.2009. Prosent



Kilde: Norges Bank

**Figur 2** Reduksjon i tellende sikkerhetsmasse ved boligprisfall. Sikkerhetsmasse fra utvalgte boligkredittforetak 31.12.2009. Prosent



Kilde: Norges Bank

<sup>17</sup> I mars 2005 nedgraderte Moody's langsiktige innskudd i den tyske banken Allgemeine Hypothekenbank Rheinboden AG (AHBR) to nivåer, til Baa3. Packer mfl (2007) finner at risikopåslaget på covered bonds utstedt av AHBR i perioden ikke er høyere enn predikert ut fra endringer i risikopåslag for andre covered bonds.

<sup>18</sup> Det norske regelverket følger det såkalte balanseprinsippet, som sier at verdien av sikkerhetsmassen (aktivsiden) til enhver tid skal overstige verdien av obligasjoner med fortrinnsrett (passivasiden), jf. finansieringsvirksomhetsloven § 2-31.

(forts. fra forrige side)

utgangspunktet har lav belåningsgrad. Jo større boligprisfallet er, jo større andel av boliglånene får en belåningsgrad som overgår maksimumsgrensen.

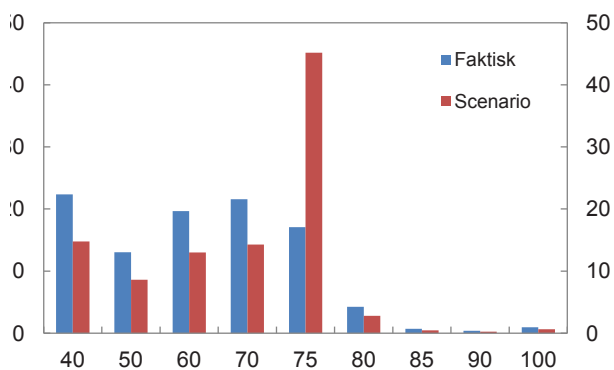
Det kan være rimelig å forvente at en nedgang i boligprisene vil sammenfalle med en makroøkonomisk utvikling som fører til økt mislighold av boliglånene, og at andelen misligholdte lån er høyere for lån med høy belåningsgrad. Den røde kurven i figur 2 viser hvordan tellende sikkerhetsmasse vil reduseres dersom misligholdsraten er 3 prosent for lån med belåningsgrad opp til 60 prosent og 5 prosent for øvrige lån. Til sammenligning var misligholdsraten vel 6 prosent for lån til husholdninger under bankkrisen i 1991. Under slike forutsetninger vil et fall i boligprisene på 20 prosent tilsi at tellende sikkerhetsmasse blir redusert med nær 12 prosent.

Ved utgangen av 2009 var det utstedt OMF basert på boliglån for om lag 400 milliarder kroner. Hvis vi ser bort fra overpantsettelse og legger til grunn at sikkerhetsmassen til kredittforetakene har samme belåningsgrad som i vårt utvalg, vil et fall i boligprisene på 20 prosent medføre at om lag 30 milliarder kroner av sikkerhetsmassen må erstattes. Hvis vi også antar misligholdsrater som beskrevet over, vil det tilsvarende beløpet være om lag 47 milliarder kroner. Kredittforetakene har flere muligheter i en slik situasjon. De kan ta inn nye boliglån, øke fyllingssikkerheten eller kjøpe tilbake utstedte obligasjoner.

Det er rimelig å vente at markedet for OMF vil vokse i årene framover. Hvis dette skjer, vil trolig boliglånene som overføres til kredittforetakene, ha høyere belåningsgrad enn lån som ligger i kredittforetakenes sikkerhetsmasse i dag. Figur 3 viser sikkerhetsmassen i et scenario der kredittforetakene får overført boliglån til en verdi av 200 milliarder kroner i tillegg til beholdningen de hadde ved utgangen av 2009. Vi antar at de nye lånene har en belåningsgrad på 75 prosent. Gjennomsnittlig belåningsgrad i sikkerhetsmassen øker da til 65 prosent. Et fall i boligprisene vil dermed føre til en større reduksjon av den tellende sikkerhetsmassen. Ser en bort fra eventuell overpantsettelse og forutsetter samme misligholdsrater som over, vil for eksempel et fall i boligprisene på 20 prosent innebære at tellende sikkerhetsmasse reduseres med nær 16 prosent, se figur 4.

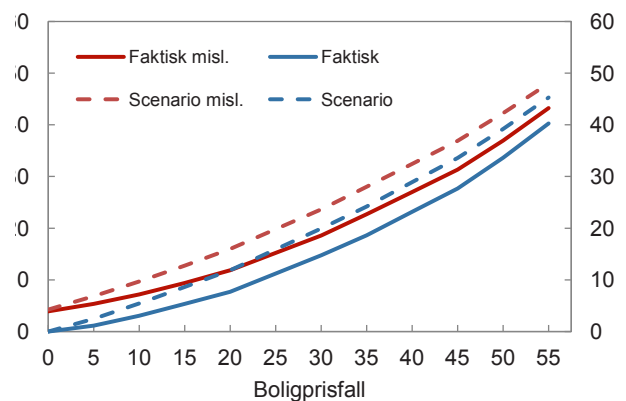
Overpantsettelse gjør det lettere for kredittforetakene å overholde lovkravene ved et fall i boligprisene. Flere norske kredittforetak har i dag god kredittgradering blant annet gjennom overpantsettelse. Videre kan sikkerhetsmassen i mange tilfeller dekke OMF-eiernes krav selv om lovkravet ikke er tilfredsstilt. Eventuelle svekkelser i sikkerhetsmassen som følge av et fall i boligprisene vil derimot kunne føre til nedgraderinger og fall i markedsverdi, med mindre bankene og kredittforetakene kan sette inn tiltak for å forhindre nedgraderinger.

**Figur 3** Sikkerhetsmasse fordelt etter belåningsgrad. Utvalgte boligkredittforetak 31.12.2009 og scenario. Prosent



Kilde: Norges Bank

**Figur 4** Reduksjon i tellende sikkerhetsmasse ved boligprisfall. Sikkerhetsmasse fra utvalgte boligkredittforetak 31.12.2009 og scenario. Prosent



Kilde: Norges Bank

## Risiko for manglende rettidig betaling

Aktivaene i sikkerhetsmassen vil vanligvis ha lengre kontraktfestet løpetid enn løpetiden på de obligasjonene kredittforetaket utsteder. Samtidig utsteder noen kredittforetak OMF med fast rente, mens lånene i sikkerhetsmassen har flytende rente. Forskjellig løpetid og rentebinding gir opphav til risiko for at kredittforetaket ikke har tilstrekkelig likviditet til å oppfylle sine forpliktelser til enhver tid. Kredittforetakene benytter seg imidlertid av derivatavtaler for å sikre samsvar mellom rentebetalingsene knyttet til aktiva- og passivasiden. Kredittforetak som utsteder OMF i fremmed valuta, vil også sikre valutarisiko ved bruk av derivatavtaler.

Dersom kontantstrømmen fra aktivaene i sikkerhetsmassen ikke kommer til avtalt tidspunkt, kan kredittforetak bli ute av stand til å gi eiere av OMF betaling til rett tid. Eksempler på dette er at motparter i derivattransaksjonene ikke betaler til rett tid, eller at lånene i sikkerhetsmassen ikke betjenes. Et kredittforetak kan også få problemer med å betale eiere av OMF til rett tid om foretaket ikke klarer å utstede nye OMF når eksisterende OMF forfaller. Denne formen for refinansieringsrisiko er trolig den viktigste risikofaktoren knyttet til OMF som investeringsobjekt.

For å redusere risikoen for at betaling ikke skjer til rett tid, er norske kredittforetak underlagt likviditetskrav. Disse kravene innebærer at kredittforetaket skal opprette en likviditetsreserve som skal inngå som fyllingssikkerhet i sikkerhetsmassen, samt at det skal etableres rammer for maksimalt avvik mellom framtidige inn- og utbetalinger. Det skal videre gjennomføres stresstester som dokumenterer at likviditetsreservene til enhver tid er tilstrekkelige. Fyllingssikkerheten kan maksimalt utgjøre 20 prosent av pålydende verdi av sikkerhetsmassen, og kan bestå av ulike typer verdipapirer og bankinnskudd som tilfredsstillende spesifikke krav til lav risiko. Hva slags instrumenter kredittforetakene velger å benytte som fyllingssikkerhet, vil kunne påvirke likviditetsrisikoen til kredittforetaket.

OMF som har god kredittgradering fra et kredittvurderingsbyrå, er underlagt strengere krav til likviditetsstyring enn det loven innebærer. For å oppnå høy kredittgradering må kredittforetaket for eksempel kunne godtgjøre at det kan håndtere kontraktmessige utbetalinger selv om det ikke klarer å skaffe ny finansiering gjennom perioder av bestemt varighet. Dette innebærer at likviditetsrisikoen knyttet til OMF med god kredittgradering vanligvis er lavere enn for OMF som bare oppfyller kravene som er stilt i lovverket.

Et kredittforetak kan sikre at det har nok likviditet til å gjøre betalinger til obligasjonseierne til rett tid, på flere måter:

- *Balansestyling.* Kredittforetakets evne til å oppnå best mulig samsvar mellom forfall på aktiva- og passivasiden vil være vesentlig for å begrense risikoen for manglende rettidig utbetaling til investor.
- *Overpantsettelse.* Dersom verdien av sikkerhetsmassen er større enn verdien av OMF, vil vanligvis den løpende kontantstrømmen fra aktivaene være større enn de løpende utbetalingene til eierne av OMF. Med overpantsettelse vil dessuten kredittforetaket kunne stå fritt til å selge fyllingssikkerheten, som etter loven skal bestå av spesielt sikre og likvide aktiva.
- *Utsatt forfall* eller «*soft bullet*». Dette innebærer at kredittforetaket gis en mulighet til å utsette det avtalte forfallstidspunktet på en OMF. Dette gir kredittforetaket lengre tid til eventuelt å kunne selge aktiva fra sikkerhetsmassen eller skaffe seg likviditet på annen måte, slik at det kan innfri sine forpliktelser overfor investorene.
- *Kredittlinjer.* Hvis kredittforetaket har tilgang til likviditet gjennom kredittlinjer fra en bank, vil det lettere kunne foreta utbetalinger i en situasjon med manglende kontantstrømmer fra sine øvrige aktiva. Vanligvis vil et kredittforetak ha kredittlinjer fra den banken lånene ble overført fra.
- *Renteendringer.* Til forskjell fra covered bonds utstedt i andre land består sikkerhetsmassen i norske OMF i all hovedsak av lån med flytende rente. Flytende rente gir kredittforetaket mulighet til å øke kontantstrømmen ved å øke rentesatsene på lånene i sikkerhetsmassen. Dersom låntakerne fremfor å betale de økte rentebetalingsene velger å flytte sine lån til en annen långiver for å oppnå bedre betingelser, vil kredittforetaket motta likvide midler i form av hovedstol. Dette innebærer at utstedere i Norge har bedre muligheter for å skaffe seg likviditet enn utstedere i land der sikkerhetsmassen består av lån med fast rente. Kredittvurderingsbyråene legger i noen tilfeller ganske mye vekt på denne muligheten i sin vurdering av likviditetsrisiko.

## Motpartsrisiko for kredittforetaket

Kredittforetak som utsteder OMF og benytter derivater til å styre sin likviditets- og valutarisiko, risikerer at motparten i slike kontrakter ikke kan innfri sine forpliktelser. Størrelsen på denne risikoen avhenger av omfanget av slike avtaler og av motpartens kredittverdighet. Lånene i sikkerhetsmassen til de norske kredittforetakene har i hovedsak flytende rente. Utstedelser i det norske markedet av OMF med flytende rente krever dermed ikke bruk av derivatavtaler. De største kredittforetakenes utstedelser i utlandet er imidlertid i en annen valuta enn norske kroner, og med fast rente. Dette gjør dem avhengige av rente-

og valutaderivater. De fleste norske kredittforetak som utsteder OMF i utenlandsk valuta, har betydelig erfaring med denne type derivatavtaler. Vurdering av motparter er derfor en del av konsernets normale virksomhet og risikostyring. Videre blir risikoen knyttet til slike derivater redusert ved at kredittforetakene har inngått avtaler om innbetaling av marginer (sikkerhet) med sine motparter.<sup>19</sup> Erfaringer fra finansuroen har vist at motpartsrisiko kan være en vesentlig risikofaktor, og at spredning av risiko på flere motparter kan være hensiktsmessig.

### *Juridisk risiko*

Regelverket for OMF trådte i kraft 1. juni 2007, og har således ikke virket over lang tid. Det eksisterer heller ingen praksis med hensyn til hvordan regelverket skal håndheves ved ulike kreditthendelser. Dette skulle isolert

sett tilsi at juridisk risiko knyttet til norske OMF er høyere enn for tilsvarende papirer utstedt i land hvor et slikt lovverk har eksistert i lang tid. På de mest vesentlige punktene hva risiko angår, skiller imidlertid det norske regelverket seg lite fra regelverket i for eksempel Tyskland, der slike obligasjoner har en svært lang historie. Kredittvurderingsbyråene peker på at et vesentlig juridisk spørsmål er om sikkerhetsmassen er tilstrekkelig adskilt fra øvrige aktiva i det konsernet kredittforetaket inngår i, slik at investorene er sikret at tredjeparter ikke kan tvinge dem til å delta i gjeldsforhandlinger ved en eventuell konkurs. Det norske lovverket må antas å sikre investorenes interesser på dette området på en god måte, blant annet ved at det vil bli oppnevnt et eget bostyre for kredittforetaket hvor eierne av OMF vil være godt representert.

## Kredittvurderingsbyråenes vurdering av covered bonds

God kredittgradering fra minst to av de anerkjente kredittvurderingsbyråene er en forutsetning for å kunne legge ut covered bonds (herunder OMF) til gunstige betingelser i det europeiske markedet. De hyppigst brukte kredittvurderingsbyråene er Standard & Poor's, Moody's og Fitch. Kredittvurderingsbyråenes klassifisering sier noe om sannsynligheten for at betalingene til obligasjonseierne vil skje til rett tid, og om hvor store tapene kan bli om obligasjonen blir hevet.

Kredittvurderingsbyråenes klassifiseringsmetoder er ikke identiske, men felles for alle er at de fremhever tre forhold som spesielt viktige i sine vurderinger:

- Utstедers kredittgradering
- Kvaliteten på sikkerhetsmassen og evnen sikkerhetsmassen har til å skape en tilstrekkelig kontantstrøm
- Om sikkerhetsmassen er klart adskilt fra utstederens øvrige aktiva

Byråene har i noen grad forskjellig framgangsmåte når de vurderer covered bonds.

**Fitch** deler prosessen inn i tre steg. I det første steget setter Fitch en kredittgradering på utsteder («issuer default rate») og en sannsynlighet for at betalingene til obligasjonseierne gjøres til rett tid selv om utsteder blir insolvent («discontinuity factor»). I det neste steget vurderes det om sikkerhetsmassen vil gi en høy nok kontantstrøm til å betale obligasjonseierne til rett tid ut obligasjonens løpetid i forskjellige stressscenarioer. Ut fra denne analysen kan kredittgraderingen settes høyere enn kredittgraderingen til utsteder. Hvor mye høyere kredittgraderingen kan settes, avhenger av størrelsen på «discontinuity factor». I det tredje steget antas det at obligasjonen heves og at sikkerhetsmassen blir solgt. Dersom analysene viser at obligasjonseierne krav kan møtes gjennom inntektene fra et slikt salg, vil dette gi en høyere kredittgradering enn i steg 2.

**Moody's** kredittgraderingsprosess kan deles i to steg. Først vurderes sannsynligheten for at utstederen blir insolvent og styrken i sikkerhetsmassen. Ved å multiplisere sannsynligheten for at utsteder blir insolvent med eventuelle tap for obligasjonseierne om utsteder blir insolvent, finner Moody's det forventede tapet. Størrelsen på tapet knyttet til obligasjonen vil blant annet avhenge av kvaliteten på eiendelene i sikkerhetsmassen og

<sup>19</sup> Slike margininnbetalinger reguleres normalt i Credit Support Annexes (CSA). Partene forplikter seg i CSA til å betale inn marginer dersom nettoeksponeringer overstiger en bestemt grense.

(forts. fra forrige side)

graden av overpantsettelse. Det andre steget er å vurdere om betalingene til obligasjonseierne kan skje til rett tid selv om utstederen blir insolvent («timely payment indicator»). Desto høyere «timely payment indicator», desto høyere kan kredittgraderingen på obligasjonensettes over kredittgraderingen som Moody's gir utsteder. Moody's tar utgangspunkt i forventet tap når de gir kredittgradering, men bruken av «timely payment indicator» innebærer at evnen til å betale til rett tid tas hensyn til.

**Standard & Poor's** deler først covered bonds inn i tre risikokategorier. Hvilken kategori en utsteder plasseres i, avhenger av hvor gode løsninger som er etablert for å sikre betaling til rett tid, og av hvilken jurisdiksjon obligasjonen er utstedt innenfor. Standard & Poor's legger vekt på at lovverket har lang historikk og at det på en betryggende måte ivaretar interessene til investorene. Standard & Poor's setter deretter en kredittgradering på utstederen. Denne vil danne gulvet for kredittgraderingen. Til slutt vurderer Standard & Poor's hvor mange trinn opp kredittgraderingen kan settes fordi obligasjonseierne har fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse. For en covered bond i høyeste kategori vil det ikke være en grense for antall trinn dersom det ikke knytter seg noen form for usikkerhet til sikkerhetsmassen, mens det for covered bonds i kategori to og tre vil være en øvre grense for antall trinn.

De tre kredittvurderingsbyråene publiserer alle en utfyllende beskrivelse av prosessen knyttet til å gradere covered bonds på sine nettsider.

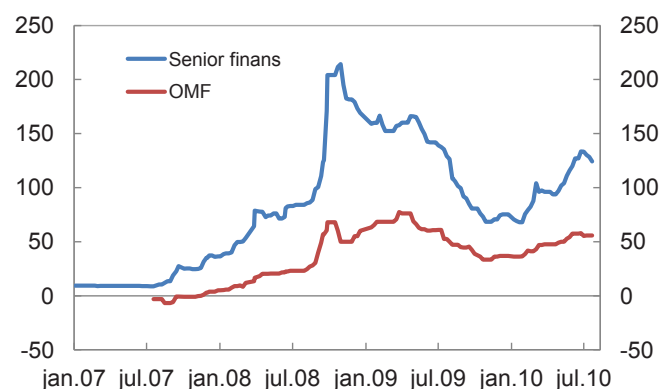
## Verdsetting

Risikoforholdene som er beskrevet over, tilsier at covered bonds (herunder OMF) i utgangspunktet burde prises til en lavere effektiv rente enn usikret gjeld utstedt av samme konsern som kredittforetaket inngår i. Dette stemmer med observerte priser i markedet, se figur 4.1. Tradisjonell verdipapirisering av sikkerhetsmassen gjennom strukturer som CDO og ABS (se ramme) burde også verdsettes til en høyere effektiv rente enn en covered bonds med samme sikkerhetsmasse.

Så langt har teoretiske prisingsmodeller i liten grad blitt benyttet til verdsetting av covered bonds. Det kan være flere årsaker til dette. Hvordan sikkerhetsmassen er adskilt fra øvrige kreditorer, og hvordan den er understøttet av tilretteleggende bank innenfor et konsern, er forskjellig i ulike lands lovverk og mellom ulike konsern i samme land. Dette gjør det krevende å modellere verdien av covered bonds på en standardisert måte. Videre er det lite rettspraksis for hvordan covered bonds blir behandlet ved en konkurs, og en kjenner kun et fåtall historiske tilfeller der utstedere av covered bonds er blitt insolvente. Dette bidrar til å vanskeliggjøre estimering av parametre i modellene.

Fra å være betraktet som et substitutt for statspapirer har erfaringene fra uroen i finansmarkedene de siste årene gjort at investorene nå i større grad anser covered bonds som et verdipapir der kredittrisikoen er liten, men ikke neglisjerbar. Dette kan tilsi økt fokus på verdsetting og modellering av risiko knyttet til covered bonds i tiden framover.

**Figur 4.1** Risikopåslag for OMF og senior gjeld utstedt av finansinstitusjoner. Rentedifferanse mot swaprenter. 5 års løpetid. Basispunkter. Januar 2007 – juli 2010



Kilde: DnB NOR Markets

## 5. OMF og finansiell stabilitet

Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og fordele risiko på en tilfredsstillende måte. Bankene har en sentral rolle både i kredittgivning og betalingsformidling, og er derfor viktige for finansiell stabilitet. Muligheten for norske finanskonsern til å utstede OMF bidrar til å gjøre norske banker mer robuste:

- Utstedelse av OMF kan gi bankene flere innlånskilder og bedre tilgang til finansiering. Erfaringer fra andre land tilsier at slike obligasjoner har vært lettere å

utstede og omsette enn usikrede bankobligasjoner i perioder med uro. Dette var også tilfellet for norske banker under finansuroen fra 2007 til 2009, selv om etterspørselen etter covered bonds (herunder OMF) også ble kraftig redusert og falt bort i en periode. Det har ikke vært mislighold av covered bonds under uroen. Det tilsier at investorene vil beholde tilliten til slike obligasjoner.

- OMF utstedes ofte med lengre løpetid enn vanlige bankobligasjoner, og krever dermed sjeldnere refinansiering. Mens en ordinær bankobligasjon sjelden har en løpetid på over 5 år, kan OMF i enkelte tilfeller ha løpetider på 20 år. Bedre tilgang til finansmarkedene og lengre løpetid på obligasjonene kan styrke bankenes finansielle stilling i en alvorlig nedgangs-konjunktur.
- Utstedelse av OMF kan bidra til å bedre bankenes rutiner knyttet til utlån og oppfølging av utlån. Loven stiller krav om at bolig- og næringslånene i den tellende sikkerhetsmassen<sup>20</sup> må være innenfor en bestemt belåningsgrad, og at lånene ikke må være misligholdte. Kredittforetak som utsteder OMF, må etter lovverket holde oversikt over markedsverdien til alle boligene som ligger bak lånene i sikkerhetsmassen og over hvilke lån som er misligholdte. Bedre informasjon om låneporteføljen kan styrke bankenes risikostyring.

Framveksten av et marked for OMF kan videre bidra til et mer velfungerende norsk obligasjonsmarked. Et bredere spekter av instrumenter gir investorene bedre muligheter til å tilpasse seg ønsket sammensetning av risiko og forventet avkastning. OMF kan bli et viktig investeringsalternativ for investorer som ønsker å holde papirer denominert i norske kroner med liten kredittrisiko. Investorene kan også oppnå bedre diversifisering.

Nye instrumenter og finansieringsformer kan samtidig gi investorer og utstedere nye utfordringer knyttet til risikostyring og verdsetting:

- Bankene vil overføre bolig- og næringslån med lav belåningsgrad til kredittforetak. Dette fører til at bankenes aktiva i gjennomsnitt får høyere risiko. Dette problemet blir motvirket av at bankene etter kapitaldekningsregelverket må holde mer egenkapital for lån med høy risiko.

- Innskyttere og andre kreditorer kan bli mindre villige til å gi usikrede lån til banker som har overført deler av eiendelene sine til kredittforetak. Markedsbetingelsene for bankenes usikrede obligasjoner kan dermed bli dårligere enn tidligere, og innskytterne vil kunne flytte innskuddene til andre banker.<sup>21</sup> Bankene kan begrense slike problemer ved å sikre god soliditet og god styring av likviditeten.

- Bankene kan erstatte obligasjoner de eier i dag med OMF fra eget kredittforetak. Fordi bankene og kredittforetak ofte har eksponering mot de samme kundene, kan bankene bli rammet på flere måter enn tidligere hvis kundene ikke betjener lånene sine. OMF banken eier kan bli mindre verdt, samtidig som bankene må treffe tiltak for hjelpe kredittforetaket. Bankene kan begrense dette problemet ved ikke å investere i OMF utstedt av eget kredittforetak.

Flere av disse risikoene begrenses gjennom bankenes egen risikostyring, gjennom krav fra kredittvurderingsbyråene og gjennom tilsynet fra norske myndigheter. Samlet sett vil derfor muligheten til å utstede OMF føre til en styrking av finansiell stabilitet også på sikt.

## 6. Oppsummering

I 2007 ble det etablert et norsk lovverk som gir banker anledning til å opprette kredittforetak som utsteder OMF. Det norske regelverket har klare likhetstrekk med regelverket for covered bonds i andre europeiske land. OMF har på kort tid blitt en viktig finansieringskilde for norske banker. OMF er et investeringsobjekt med lav kredittrisiko som kan bli viktig for blant annet forsikrings-selskaper og andre finansinstitusjoner i årene framover. Risikoen for at kredittforetaket ikke kan foreta betaling til rett tid, er trolig den viktigste risikofaktoren en står overfor ved en investering i OMF. Det norske markedet er foreløpig ungt og under utvikling, og størsteparten av de innenlandske utstedelsene har skjedd i forbindelse med bytteordningen mot staten. De største norske kredittforetakene har god kredittgradering, og de oppnår gode betingelser ved utstedelser i internasjonale markeder. OMF har vist seg robust i perioder med forstyrrelser i det finansielle systemet og bankenes mulighet til å finansiere seg gjennom OMF bidrar positivt til finansiell stabilitet.

<sup>20</sup> Med tellende sikkerhetsmasse menes de eiendelene i sikkerhetsmassen som inkluderes i beregningen av om verdien av sikkerhetsmassen er større enn verdien av utestående OMF (lovkrav).

<sup>21</sup> For blant annet å forebygge slike problemer har enkelte land satt grenser for hvor stor andel av sine lån en bank kan benytte som pant for covered bonds.

## Litteratur

- ECB (2008): *Covered bonds in the EU financial system*
- European Covered Bond Council (2009): *European Covered Bond Fact Book*
- FitchRatings (2009): *Covered Bonds Rating Criteria*
- Forskrift (25.5.2007 nr. 550): *Om kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse bestående av offentlige lån, utlån med pant i bolig eller annen fast eiendom*
- Golin, Jonathan ed. (2006): *Covered Bonds beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*, Euromoney Books, 2006
- Kommisjonen (2006/48/EC og 2006/49/EC): *Capital Requirement Directive*
- Kommisjonen (85/611/EEC): *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities directive*
- Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner 6.10.1988 nr 40*
- Mastroeni, Orazio (2001): Pfandbrief-style products in Europe, *BIS Paper* No. 5
- Moody's Investors Service (2010): *Moody's Rating Approach to Covered Bonds*
- Norges Bank (2010): *Finansiell stabilitet 1/2010*
- NOU 2001:23: *Finansforetakenes virksomhet*. Utredning nr. 6 fra Banklovkommisjonen
- Ot prp nr 11 (2006–2007): *Om lov om endringer i finanslovgivningen mv*. Tilrådingen fra Finansdepartementet av 1. desember 2006
- Ot prp nr 104 (2001–2002): *Om lov om endringer i lov 10. 6. 1988 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoners virksomhet*. Tilråding fra Finansdepartementet av 28. juni 2002
- Rundskriv* nr 8/26 mai 2009: Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett
- Standard & Poor's (2009): *Revised Methodology And Assumptions For Assessing Asset-Liability Mismatch Risk In Covered Bonds*
- Packer, Frank, Stever, Ryan og Upper, Christian (2007): The covered bond market, *BIS Quarterly Review*, September 2007