

Kredittrisikooverføring

Ingrid Andresen, rådgiver i Avdeling for verdipapirmarkeder, og Karsten R. Gerdrup, seniorrådgiver i Avdeling for finansinstitusjoner¹

I de fleste utviklede økonomier har bankene tradisjonelt båret risikoen ved lån til bedrifter og husholdninger. Økt bruk av verdipapirisering og fremveksten av kredittderivater har bidratt til å endre dette. Nye instrumenter for kredittrisikooverføring øker den enkelte institusjons muligheter for diversifisering, og likviditeten i kredittmarkedet bedres. Det finansielle systemet blir mer robust når risikoen kan spres på flere aktører og kanaliseres til de aktørene som har best evne til å bære den. På den annen side reiser utviklingen spørsmål om hvem som til sist sitter med risikoen. Svaret på dette kan ha implikasjoner for strukturen i finansmarkedene og for den finansielle stabiliteten. Mens bruken av instrumenter for å overføre kredittrisiko er i sterk vekst ellers i verden, er de foreløpig lite benyttet i Norge.

1. Innledning

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 omfordele risiko på en tilfredsstillende måte. Utviklingen i retning av mer effektive og likvide kredittmarkeder er positiv for det finansielle systemets robusthet ved at den enkelte institusjons mulighet til å øke avkastningen på investert kapital og til å diversifisere, bedres. Nye typer instrumenter har i større grad gjort det mulig for bankene å styre egen risiko uavhengig av utlånsporteføljen, mens forsikringsselskaper og andre investorer har fått enklere tilgang til kredittrisiko. Faren for finansiell ustabilitet kan reduseres når risikoene i det finansielle systemet spres på flere aktører.

Sterk vekst i omfanget av kredittrisikooverføring i mange land fører samtidig til nye utfordringer i overvåkingen av finansiell stabilitet. Analyse av en banks soliditet basert på kapitaldekning, utlånsvekst, utlån til risikofylte næringer, bokførte tap mv. kan bli misledende dersom banken har kjøpt eller solgt risikobeskyttelse. Og på tilsvarende måte som risikoen enklere kan spres, kan risikoen også lettere konsentreres når mulighetene for risikooverføring blir bedre. Utviklingen kan dessuten føre til at mer kredittrisiko havner utenfor banksektoren. Dersom aktører utenfor banksektoren ikke er i stand til å håndtere risikoen like godt som bankene kan faren for finansiell ustabilitet øke.

Studier av risikooverføring og virkningene på finansiell stabilitet er blitt prioritert av mange sentralbanker og av internasjonale institusjoner som Bank for International Settlements, EU og Det internasjonale pengefondet (IMF).² En studie utført av ECB (2004) basert på data fra europeiske finansinstitusjoner viser at hovedtyngden av bankers kjøp av risikobeskyttelse via kredittderivater skjer fra andre banker. Fitch Ratings' studie (2004) av større internasjonale finansinstitusjoner bekrefter dette bildet. Mens forsikringsselskaper var netto selgere av risikobeskyttelse til banker, foregikk det meste av bruttooverføringen av kredittrisiko mellom

banker. De store globale bankene sto for hovedtyngden av kjøp av risikobeskyttelse, mens mindre, regionale banker var netto selgere av beskyttelse.

I Norge har bruken av instrumenter for å overføre kredittrisiko vært begrenset. Interessen blant bankene har imidlertid økt gjennom 1990-tallet. Det nylig innførte regelverket for særskilt sikre obligasjoner og verdipapirisering kan bidra til å stimulere det norske obligasjonsmarkedet. Bruken av kredittderivater vil trolig også øke i omfang når behandlingen av kredittderivater i regelverket om kapitaldekning og store engasjementer blir presisert.

I denne artikkelen gis i kapittel 2 en beskrivelse av instrumenter, metoder og markeder for kredittrisikooverføring. Omfanget av risikooverføring beskrives også nærmere. I kapittel 3 omtales situasjonen i Norge. I kapittel 4 analyseres mulige implikasjoner for finansiell stabilitet og myndighetenes rolle i forhold til dette.

2. Institusjoner, markeder og instrumenter

Bankene har en meget sentral rolle i kreditttyting, og deres evne til å påta seg og bære kredittrisiko er dermed viktig for finansiell stabilitet. En bank har tilgang til ulike instrumenter og metoder for å styre kredittrisiko, og kan i utgangspunktet velge mellom tre ulike tilnærminger i risikostyringen:

1. Banken kan beholde risikoen på balansen, og styre denne gjennom overvåking, prising og diversifisering. Det er dette vi gjerne tenker på som tradisjonell bankvirksomhet.
2. Banken kan tilrettelegge for at andre påtar seg risikoen ved inngåelsen av et engasjement, for eksempel ved å utstede obligasjoner på vegne av en bedrift i stedet for å yte lån til bedriften. Når bedrifter finansierer seg i obligasjonsmarkedet (med eller uten bruk av en bank som tilrettelegger), innebærer det at den tilhørende kredittrisikoen bæres av obligasjonskjø-

¹ Takk til Bent Vale, Charlotte Østergaard, Sindre Weme, Ketil Rakkestad og Bjørn Bakke for nyttige innspill.

² Se blant annet BIS (2003, 2004) og IMF (2004)

perne. Omfanget av bedrifters obligasjonsfinansiering varierer mellom land (se ramme 1).

3. Banken kan beholde risikoen midlertidig på egen balanse, for så å selge den videre i annenhåndsmarkedet. Det er denne formen for kredittrisikooverføring vi vil fokusere på i det følgende.

Kredittrisikooverføring er ikke et nytt fenomen. Enkelte kontraktsbaserte former for overføring av kredittrisiko, for eksempel finansielle garantier og kredittforsikring, har vært vanlige metoder for å overføre kredittrisiko i meget lang tid. Ulike former for verdipapirisering har vært tatt i bruk i USA siden 1970-tallet (ramme 2), mens bankers videresalg av låneporteføljer til andre finansinstitusjoner har pågått siden 1980-tallet.

Nyere tids utvikling er kjennetegnet ved en nærmest eksplosiv vekst i tilfanget av instrumenter som i stadig større grad skreddersys etter den enkelte institusjons behov. Dette legger til rette for overføring av kredittrisiko i et helt annet omfang enn tidligere. Et nyttig utgangspunkt for å få oversikt over markedet kan være å klassifisere instrumentene som benyttes til å overføre kredittrisiko etter noen hovedegenskaper.

På en side skilles det mellom kredittrisikooverføring som er knyttet til én enkelt låntaker (enkeltnavninstrumenter) og til flere låntakere (porteføljeinstrumenter). På en annen side skilles det mellom risikooverføring som er ledsaget av en overføring av kapital på tidspunktet for overføringen (kapitaliserte instrumenter), og

instrumenter som er slik at betaling først finner sted dersom en forpliktelse i henhold til kontrakten utløses (ikke-kapitaliserte instrumenter). Et tredje skille går på om risikoen overføres direkte mellom kjøper og selger eller via et spesialopprettet selskap (Special Purpose Vehicle – SPV). Ramme 3 gir en oversikt over en del sentrale instrumenter, klassifisert etter disse hovedegenskapene.

Obligasjoner som utstedes av spesialforetak kan deles inn i ulike transjer, fra lav til høy risiko, som vil ha forskjellig kredittvurdering og pris. Obligasjonene som utstedes benevnes Asset-Backed Securities (ABS) når underliggende kreditter er forholdsvis homogene med hensyn til risiko. Eksempler er billån, forbrukskreditt, kredittkort og boliglån. Obligasjoner utstedt med sikkerhet i bolig- og næringseiendoms lån kalles dessuten gjerne Mortgage-Backed Securities (MBS). Når underliggende kreditter er heterogene, kalles obligasjonene som utstedes av spesialforetak Collateralized Debt Obligations (CDO). Slike instrumenter er nærmere omtalt i avsnitt 2.1.

Nyere kredittrisikooverføringsmetoder skiller seg fra mange av de mer tradisjonelle metodene særlig ved at selgeren av risikobeskyttelse ikke behøver å finansiere kreditten før det inntreffer en begivenhet som utløser forpliktelsen. Slike syntetiske instrumenter gir banker og andre långivere mulighet til å styre kredittrisikoen uavhengig av finansieringsbeslutningen. Felles for disse kredittrisikooverføringsmetodene er at de gjør bruk av kredittderivater.

Ramme 1: Bedrifters finansieringsstruktur

Strukturen i ulike lands finansielle system er forskjellig. Dette innebærer at risikoen knyttet til yting av kreditt til bedrifter og husholdninger og til yting av andre finansielle tjenester også er ulikt fordelt.

I de fleste europeiske land har kredittinstitusjonene vært de viktigste tilbyderne av finansiering til bedriftene. Obligasjoner og sertifikater har for eksempel i flere år utgjort 6 og 8 prosent av bedriftenes samlede verdipapir, egenkapital- og lånefinansiering i henholdsvis Danmark og Norge, se tabell 1. Den større andelen i Norge skyldes blant annet at større statlige foretak kan låne i obligasjonsmarkedet til gode vilkår. For privateide ikke-finansielle foretak var andelen i underkant av 5 prosent ved utgangen av 2003 i Norge. I et tradisjonelt bankbasert finansielt system som Tyskland sto obligasjoner og sertifikater for bare 3 prosent av bedriftenes finansiering. Til sammenlikning sto obligasjoner og sertifikater for 21 og 11 prosent av bankenes finansiering i henholdsvis USA og Storbritannia.

I EU har introduksjonen av euroen bidratt sterkt til fremveksten av et bredere og dypere obligasjonsmarked for bedrifter. Dette kan føre til økt andel obligasjonsfinansiering for bedrifter i euroområdet fremover, og til at en større del av risikoen i det finansielle systemet bæres av andre enn kredittinstitusjoner.

Tabell 1. Ikke-finansielle foretaks verdipapir-, egenkapital og lånefinansiering ved utgangen av 2003. Prosentvis fordeling etter objekt

	USA	Storbritannia	Tyskland ¹⁾	Danmark	Norge
Obligasjoner og sertifikater	21	11	3	6	8
Aksjer og annen egenkapital	67	56	47	47	45
Lån	12	33	50	48	47

¹⁾ Tall ved utgangen av 2002

Kilder: Finansielle sektorbalanser fra Federal Reserve (USA), Bank of England, Deutsche Bundesbank, Danmarks Nationalbank og Norges Bank

2.1 Nærmere om kredittderivater

Bruken av kredittderivater har økt kraftig i mange land siden begynnelsen av 1990-tallet, både i forbindelse med syntetisk verdipapirisering og som følge av direkte overføring av risiko mellom kjøper og selger av risiko (uten bruk av spesialforetak). Kredittderivater er instrumenter som gjør det mulig å handle i kredittrisiko uavhengig av andre typer risiko forbundet med det underliggende. Etter en slik vid definisjon regnes de fleste nyere kredittoverføringsinstrumenter, også porteføljeinstrumenter, som kredittderivater.³ Kredittderivater bærer gjerne navn etter hvilken del av kredittrisikoen de skal dekke. For eksempel relaterer Total Return-produkter

seg til avkastningsstruktur, Credit Spread-produkter til markedspris og Credit Default-produkter til mislighold. Det er ikke intensjonen her å gi en fullstendig beskrivelse av alle instrumentene og deres bruksområder, men å gi en summarisk oversikt over de mest utbredte instrumentene.

To hovedgrupper av risikooverføringsinstrumenter er særlig utbredte, Credit Default Swap (CDS) og Collateralized Debt Obligation (CDO).

En CDS er en bilateral finansiell kontrakt med referanse til for eksempel et underliggende verdipapir hvor den som avgir risiko betaler en bestemt periodisk premie mot en kompensasjon fra den som påtar seg risikoen, i

Ramme 2: Verdipapirisering

Verdipapirisering blir ofte gjennomført ved at en utlånsportefølje overføres til et spesialforetak som utsteder obligasjoner for å finansiere dette kjøpet. Spesialforetaket regnes ikke som kredittinstitusjon, og er ikke underlagt kapitaldekningskrav og tilsyn. Risikoen knyttet til utlånsporteføljen overføres til kjøperne av obligasjonene, som kan være banker, forsikringsselskaper, bedrifter og husholdninger.

Boliglån ble først verdipapirisert i USA. Ved utgangen av 2003 var om lag 57 prosent av beholdningen av boliglån i USA verdipapirisert. Forbrukskreditt har også lenge vært gjenstand for verdipapirisering i USA. Ved utgangen av 2003 var om lag 31 prosent av beholdningen av forbrukskreditt verdipapirisert. Samlet sett ble 22 prosent av balanseført kreditt fra finansiell sektor i USA formidlet gjennom spesialforetak i 2003, mot 17 prosent i 1995, se tabell 2. De såkalte Government-Sponsored Enterprises, hvorav Fannie Mae og Freddie Mac er de viktigste, har også fått økt betydning som kredittyttere. Verdipapiriseringen skjer ved at Fannie Mae og Freddie Mac kjøper boliglån fra andre banker og overfører lånene til ulike spesialforetak. Fannie Mae og Freddie Mac beholder også boliglån på egen balanse og kjøper obligasjoner utstedt av spesialforetakene. Fannie Mae og Freddie Mac har vokst kraftig på 1990- og 2000-tallet. Siden investorer oppfatter gjelden utstedt av disse to selskapene som garantert av myndighetene, selv om det ikke foreligger noen eksplisitt garanti, har det vært reist spørsmål om gjelden prises for lavt og foretakene motiveres til å ta for høy risiko (Emmons m.fl. (2004)). Amerikanske banker har derimot redusert sin markedsandel.

Utviklingen i USA innebærer dermed at risikoen i det finansielle systemet overflyttes fra banker og over til markedene og kjøperne av verdipapirer utstedt av spesialforetak. Risikooverføringen fra banker til markedene begrenses imidlertid av at banker også står som kjøpere av obligasjoner utstedt av spesialforetak.

Verdipapirisering har fått økt omfang i land som Canada, Storbritannia og Australia gjennom 1990-tallet, men er foreløpig på et lavt nivå sammenlignet med USA. Også i et tradisjonelt bankbasert land som Japan har interessen for verdipapirisering økt (The Banker (2004)).

Verdipapirisering kan også skje syntetisk. Syntetisk verdipapirisering innebærer at bare kredittrisikoen overflyttes til et spesialforetak, mens lånet blir værende på balansen til kredittinstitusjonen som ga lånet. Syntetisk verdipapirisering forutsetter bruk av kredittderivater, jf. avsnitt 2.1.

Tabell 2. Finansiell sektors utestående kreditt i USA. Prosentvis fordeling etter institusjoner

	1995	1997	1999	2001	2003
Forretningsbanker	26	26	25	24	23
Sparebanker	7	6	5	5	5
Forsikringsselskaper og pensjonsfond	24	23	21	19	18
Fannie Mae, Freddie Mac mv.	6	6	8	10	10
Spesialforetak:					
- «Agency- and GSE-backed mortgage pools»	12	12	12	13	14
- «ABS issuers»	5	6	7	8	8
Finansieringsselskaper	4	4	4	4	4
Andre	17	17	18	19	18
Samlet	100	100	100	100	100
Memo:					
Kredittytting i milliarder US dollar	13 480	15 457	18 939	22 102	25 700

Kilde: Federal Reserve

³ Denne definisjonen benyttes blant annet av British Bankers' Association i deres undersøkelser

Ramme 3: Instrumenter for overføring av kredittrisiko*

	Kapitaliserte	Ikke-kapitaliserte
Enkeltnavn	Lånehandler	Garantier og remburser, forsikringspoliser (garantierklæringer, kredittforsikring og finansielle garantier) Derivater (Credit Default Swap, Total Return Swap)
Portefølje		
- «Direkte» risikooverføring	Credit Linked Note	Portefølje Credit Default Swap
- Risikooverføring via Special Purpose Vehicle	Asset-backed securities, Cash Collateralized Debt Obligation	Syntetisk Collateralized Debt Obligation

* Basert på en klassifisering foretatt i BIS (2003).

tilfelle en bestemt kreditthendelse inntreffer. Kreditthendelsen kan for eksempel være at utsteder av gjeldsinstrumentet som kredittderivatet refererer til ikke betaler renter og avdrag som forutsatt. Kompensasjonen er gjerne at den som har påtatt seg kredittrisikoen må kjøpe det underliggende verdipapiret fra den som har avgitt risiko, til pålydende verdi, eventuelt til en annen forhåndsavtalt pris. I struktur ligner en CDS på en garanti. En standardisert CDS-kontrakt kan være et hensiktsmessig instrument både for aktører som søker forsikring og for spekulanter. Et eksempel på en vanlig kontrakt er når en eier av obligasjoner ønsker å forsikre seg mot et tap på obligasjonene og kjøper forsikring som innebærer at forsikringsselgeren må kjøpe obligasjonene til pålydende dersom en tapssituasjon oppstår.

En Credit Linked Note (CLN) kan ses på som en obligasjon med en innebygget CDS. CLN benyttes til å lage skreddersydde eksponeringer som ikke er tilgjengelige i kapitalmarkedet. Banker har benyttet CLNer som et alternativ til å utstede ordinære obligasjoner.

CDO-strukturen er en form for verdipapirisering, men til forskjell fra mer tradisjonell verdipapirisering (se ramme 2) er lånene som overføres, ikke standardiserte med hensyn til risiko. Ofte er det foretakskreditter, lån eller obligasjoner med ulik risiko og forventet avkastning som overføres til spesialforetaket. Også lån til små og mellomstore bedrifter har blitt verdipapirisert på denne måten. I en CDO blir risiko avgitt til spesialforetaket, enten ved at eiendelene overføres (cash CDO) eller syntetisk. I syntetiske CDOer består underliggende portefølje av kredittderivater. CDO benyttes både til kapitalstyring, spekulasjon og for arbitrasjeformål. CDO kan struktureres som statiske porteføljer eller som dynamiske porteføljer, hvor sammensetningen kan endres innenfor fastsatte begrensninger med hensyn til konsentrasjon og kredittvurdering. Det skilles også mellom CDOer hvor beregning og fordeling av tap er relatert til markedsverdi og CDOer som er relatert til kontantstrømmer.

Som for ABSer er et fellestrekk for alle CDOer at flere klasser av eiendeler og gjeld pakkes sammen for så å deles inn i ulike transjer med hensyn til hvilken prioritet de har i en tapssituasjon. Den transjen som bærer størst risiko, og som dermed reduserer risikoen på de øvrige transjene, er egenkapitaltransjen (first loss). Avhengig av kvaliteten på kreditten og utvalget av eiendeler som inkluderes, utgjør egenkapitaltransjen gjerne mellom 2 og 15 prosent (BIS (2003)). Den transjen som bærer nest mest risiko, kalles mesanintransjen. Investeringer i denne transjen vil bare kunne rammes av tap dersom hele egenkapitaltransjen er tapt. Seniortransjen har høyest prioritet, og vil bare bli berørt av tap dersom både egenkapitaltransjen og mesanintransjen er tapt. Mens egenkapitaltransjen som regel *ikke* er kredittvurdert, er mesanintransjen som regel kredittvurdert som investment grade og seniortransjen som AAA.

Hvilken premie forsikringsselgeren mottar og hvor mye han må bidra med i en tapssituasjon, vil avhenge av hvor stor risiko han velger å påta seg, det vil si hvilken transje han går inn i. Risikoen for tap vil i tillegg til innslagspunktet for transjen, det vil si hvor stort tap som må til for å berøre den aktuelle transjen, også avhenge av tykkelsen på transjen. Tykkelsen på transjen bestemmer hvor mange prosentpoeng av referanseverdien som må tapes før transjen er verdiløs. Hvis for eksempel en transje ikke påføres tap opp til 5 prosent og taper alt over 8 prosent, er transjetykkelsen 3 prosent. Prissvingningene på obligasjonene i en transje vil ved kreditthendelser, alt annet likt, være større desto smalere transjen er.

Fremveksten av syntetiske kredittrisikooverføringsinstrumenter har også gjort det enklere å konstruere nye typer instrumenter særlig tilpasset investorers behov, basert på allerede eksisterende instrumenter. Et eksempel er såkalte kvadrerte CDOer, som har andre CDOer som underliggende. Slike instrumenter er særlig aktuelle for investorer som ønsker å gire opp risikoen og avkastningen. Konstruksjonen av kredittderivatindeks, det vil si indekser som består av vektete gjennomsnitt

av en gruppe CDSer, spiller en viktig rolle som målestokk i prisingen av enkeltnavn CDSer og er med på å skape et mer likvid CDS-marked. Noen av de mest populære kredittderivatindeksene er DJ iTraxx Europe CDS index og DJ North American High-Yield CDS index.

2.2 Markedets størrelse og utvikling de senere årene

Kreditttrisikooverføringsmarkedet har vært i sterk vekst de senere årene. Bankers fokus på hele porteføljen i stedet for på enkeltengasjementer har bidratt til dette. Samtidig har andre finansinstitusjoner enn banker økt sin etterspørsel etter kreditt risiko, blant annet fordi det lave rentenivået har motivert selskapene til å finne alternative investeringsmuligheter som kan gi høyere avkastning. Det er imidlertid vanskelig å dokumentere hvor stor veksten har vært. Dette skyldes at statistikken på dette området er vanskelig tilgjengelig og ikke alltid gir et dekkende bilde av hvor mye kreditt risiko som faktisk overføres, og mellom hvilke aktører i økonomien. Videre benytter ulike kilder ulike definisjoner og dekker ulike områder. Dette gjør det vanskelig å sammenligne og aggregere data.

Data for kapitaliserte instrumenter kan i noen grad identifiseres ved å analysere finansielle sektorbalanser fra sentralbanker eller nasjonale statistikkbyråer, eller ved å studere statistikk for utstedelse av verdipapirer. En ulempe er at dataene ofte bare dekker innenlandske markeder. Når det gjelder ikke-kapitaliserte instrumenter gir BIS' undersøkelser av valuta- og derivatmarkedene oversikt over utestående verdi av kredittderivater som dekker store deler av totalmarkedet. Undersøkelsene gjennomføres imidlertid bare hvert tredje år. Det er også mulig å trekke ut informasjon om enkeltbankers bruk av kredittoverføringsinstrumenter fra bankenes pliktige rapporteringer, men det har ikke vært vanlig å aggregere slik informasjon. Aggregering av data som kredittvurderingsbyråene samler inn, kan gi en indikasjon på størrelsen i ulike markeder, men et problem her er stor grad av overlappende kredittvurdering.

Oftest baseres fremstillinger av markedenes størrelse og markedsandeler for ulike instrumenter på estimater fra undersøkelser som gjennomføres i privat regi. Disse estimatene anses å være rimelig pålitelige, men det må tas i betraktning at antall institusjoner i utvalget er begrenset, og at dobbelttelling forekommer. Alle tall bør derfor tolkes med forsiktighet.

British Bankers' Association (BBA) gjennomfører hvert annet år spørreundersøkelser om kredittderivatmarkedene blant et utvalg av store banker, verdipapirforetak, forsikringsselskaper, samt noen hedgefond. På bakgrunn av svarene som mottas, utarbeides det estimater blant annet for markedets størrelse, fordeling på ulike typer instrumenter, hvilke deltakere i markedet som er kjøpere og selgere av kredittbeskyttelse og fordeling på

ulike typer underliggende. Den siste rapporten ble publisert i september 2004.

Figur 1 viser estimater for omfanget av kredittderivatmarkedet i henhold til de fire siste studiene.⁴ I hver studie oppgis det et estimat for faktisk størrelse og prognoser for forventet størrelse to år frem i tid. Felles for alle studiene som er gjennomført, er at estimatene for faktisk markedsstørrelse på hvert tidspunkt har overgått prognosen fra to år tidligere. I 2004 er utestående verdi av kredittderivater globalt anslått til i overkant av 5000 milliarder USD. Markedet forventes å vokse til i overkant av 8000 milliarder USD i 2006.

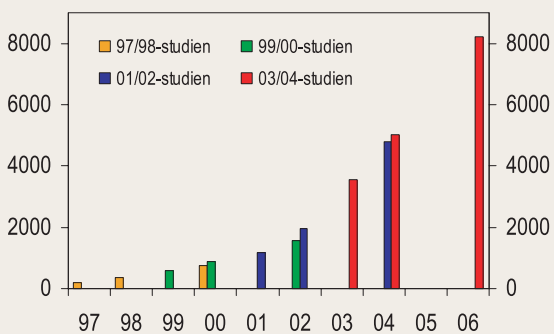
Som i tidligere studier dominerer enkeltnavn CDS med over 50 prosent av totalmarkedet, jf. figur 2. Deres andel av markedet forventes likevel å avta noe frem til 2006. Syntetisk CDO antas nå å utgjøre 16 prosent av markedet, og det er en noe lavere andel enn i tidligere studier. Nytt i forhold til tidligere studier er fremveksten av kredittderivatindeks. Disse instrumentene antas å utgjøre 11 prosent av markedet og andelen forventes å øke til 17 prosent i 2006. Figur 2 viser estimert fordeling også på de øvrige instrumentene i 2003 og forventet fordeling i 2006.

Kjøpere av kredittbeskyttelse er anslagsvis 51 prosent banker, 16 prosent verdipapirforetak og 16 prosent hedgefond, mens ulike typer forsikringsselskaper antas å utgjøre til sammen 7 prosent. Andelen banker i dette markedet forventes å falle i tiden fremover, mens andelen bedrifter, forsikringsselskaper og pensjons- og aksjefond forventes å øke frem mot 2006. Tilsvarende er selgerne av kredittbeskyttelse 38 prosent banker, 20 prosent forsikringsselskaper, 16 prosent verdipapirforetak og 15 prosent hedgefond. Andelen banker som er selgere av kredittbeskyttelse, forventes å falle, mens pensjons- og aksjefond forventes å øke markedsandelene også på selgersiden.

Den vanligste typen underliggende for kredittderivatene er obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter utstedt av bedrifter med 64 prosent, fulgt av finansinstitusjonspapirer med 22 prosent og statspapirer fra fremvoksende og utviklede markeder med henholdsvis 7 og 5 prosent. Denne fordelingen forventes å holde seg stabil fremover. Når det gjelder kvaliteten på underliggende, er 19 prosent kredittvurdert AA eller bedre, 65 prosent er kredittvurdert A-BBB. Det innebærer at de resterende 16 prosent av de underliggende papirene har kredittvurdering under investment grade. Utviklingen i retning av en større andel papirer med lavere kredittvurdering forventes å fortsette. De aller fleste institusjonene i utvalget oppgav at de hadde erfart minst én kreditthendelse, det vil si en hendelse som utløste en betalingsforpliktelse i henhold til kredittderivatkontrakten, i løpet av de siste to årene. Gjennomsnittlig hadde institusjonene opplevd 11 slike hendelser i perioden, mens enkelte institusjoner oppga å ha vært berørt av så mye som 40 kreditthendelser siden juni 2002.

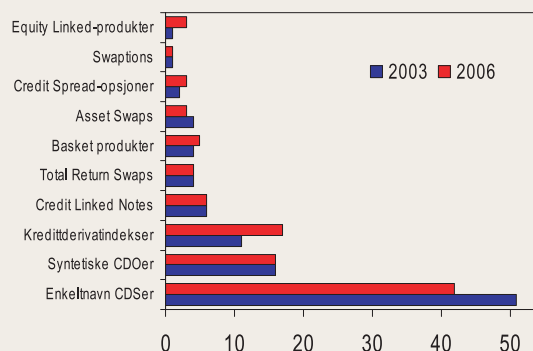
⁴ Kredittderivater i henhold til BBAs definisjon inkluderer følgende instrumenter: enkeltnavn CDSer, Credit Spread-produkter, Total Return-produkter, Basket-produkter, Credit Linked Notes, Syntetiske CDOer, Equity Linked Credit-produkter og Indeksprodukter. Asset Swaps er ikke inkludert med mindre dette fremgår av sammenhengen, jf. figur 2.

Figur 1 Det globale kredittderivatmarkedet. Milliarder USD.



Kilde: British Bankers' Association: "Credit Derivatives report 2003/2004"

Figur 2 Det globale kredittderivatmarkedet. Prosentvis fordeling på ulike typer instrumenter



Kilde: British Bankers' Association: "Credit Derivatives report 2003/2004"

3. Norge

I Norge har omfanget av risikooverføring hittil vært svært begrenset. Dette skyldes nok i stor grad at regelverket på finansområdet har vært til hinder for kreditt-risikooverføring eller har vært for lite fleksibelt til at markedsaktørene har oppfattet dette som interessant.

3.1 Verdipapirisering

Inntil nylig vanskeliggjorde det norske regelverket verdipapirisering, blant annet fordi banker måtte ha særskilt samtykke fra låntaker før de kunne overføre lån til spesialforetak som ikke var gitt konsesjon som kredittinstitusjon. Ett av motivene for verdipapirisering er nettopp å overføre risikoen til spesialforetak som ikke er underlagt de kravene til tilsyn og kapitaldekning som gjelder for kredittinstitusjoner. Spesialforetakene er ikke underlagt denne typen regelverk fordi de kun opererer som videreførmiddlere av risiko.

Regler som åpner for bruk av verdipapirisering trådte i kraft 1. januar 2004.⁵ Etter de nye reglene kan låntaker som før nekte samtykke til overdragelse, men dette må skje innen en fastsatt tid. I motsatt fall anses låntaker automatisk å ha gitt samtykke. Videre kan låntakere som ikke er forbrukere, på forhånd frafalle retten til å nekte samtykke. Bankenes muligheter til å overføre utlansporteføljer til spesialforetak er dermed blitt bedre.

Oppfatningen blant mange banker og i bankforeningene er likevel at regelverket samlet sett er for lite fleksibelt til at banker vil overføre lån til spesialforetak på tradisjonell måte. Dette skyldes blant annet regler som sterkt begrenser adgangen til å overføre nye lån til spesialforetaket og spesialforetakets mulighet til å legge ut flere obligasjonslån. Det kan dermed være mer sannsynlig at banker vil ønske å overføre kreditt risiko til spesialforetak syntetisk. På den måten forblir bankenes utlån på egen balanse, og det oppstår heller ingen endringer

for lånekundene. Dette forutsetter imidlertid en utvikling av kredittderivatmarkedet i Norge.

3.2 Kredittderivater

I noen grad benytter norske finansinstitusjoner kredittderivater for å redusere risikoen knyttet til store enkeltengasjementer, mens instrumentet Credit Linked Notes hovedsakelig benyttes som et finansieringsinstrument. I den senere tid er det registrert en økende pågang fra banker som ønsker å stille CDOer som sikkerhet for lån i Norges Bank, hvilket kan tyde på at dette instrumentet er i ferd med å få en viss utbredelse. Alt i alt har imidlertid bruken av kredittderivater så langt vært svært begrenset i Norge. Dette skyldes trolig i stor grad begrensninger og uklarheter i regelverket som har gjort finansinstitusjonene avventende i forhold til å ta i bruk slike instrumenter.

I regelverk for kapitaldekning og store engasjementer blir kredittderivater behandlet som garantier når kredittderivatene tilfredsstillende kriteriene som stilles til garantier. Usikkerhet om hvordan kredittderivater vil oppfattes av myndighetene i konkrete tilfeller, har bidratt til at norske banker har vært tilbakeholdne med å ta i bruk kredittderivater på regulær basis før det foreligger presise regler om dette. Høringsforslag om behandling av kredittderivater i regelverket for kapitaldekning og store engasjementer er for tiden under utarbeidelse.

Ulik forståelse av om gjeldende regelverk gir forsikringsselskaper (utover kredittforsikringsselskaper) adgang til å selge risikobeskyttelse i form av kredittderivater, har trolig også bidratt til liten utbredelse i Norge. I brev fra Finansdepartementet 17. september 2004 til Kredittilsynet legger departementet imidlertid til grunn at det «(...) ikke vil være i strid med virksomhetsbegrensingsregelen om forsikringsselskaper, som ikke er kredittforsikringsselskaper eller pensjonskasser, anvender kredittderivater som innebærer salg av beskyttelse

⁵ Lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner kapittel 2, IV: Obligasjonslån med pantesikkerhet i utlansportefølje og V: Verdipapirisering av utlansporteføljer. Reglene er basert på forslag i Banklovkomisjonens utredning nr. 6, jf. NOU 2001: 23 Finansforetakenes virksomhet.

fra selskapets side som en del av sin kapitalforvaltning, når slikt salg av beskyttelse er i samsvar med § 4 i forskrift av 3. juni 2002 nr. 505 om bruk av derivater i forsikring». Etter nevnte bestemmelse kan derivater anvendes i den utstrekning de bidrar til å redusere selskapets risiko. Verdien av derivatene og verdien av de deler av selskapets eiendeler eller forpliktelser som derivatene skal redusere risikoen på, skal i tilfelle ha vesentlig negativ samvariasjon. Derivater kan videre anvendes i den utstrekning de gjør det mulig å forvalte selskapets eiendeler og forpliktelser mer effektivt uten at selskapets risiko økes merkbart. Forsikringsselskapers adgang til å anvende kredittderivater er altså sterkt begrenset, men presiseringen fra Finansdepartementet kan forstås slik at forsikringsselskapene i større grad enn en har antatt tidligere, kan selge risikobeskyttelse i form av derivater.

De regelverksmessige motivene for å flytte kreditt-risiko ut av banker og over til forsikringsselskaper kan likevel være mindre fremtredende i Norge enn i mange andre land, hvor forsikringsselskapene ikke er underlagt de samme kapitaldekningsreglene som bankene, jf. avsnitt 4.1.

3.3 Panteseikrede obligasjoner

Samtidig med innføringen av regelverk for verdipapiriserings ble det også innført regler i finansieringsvirksomhetsloven om obligasjonslån som har panteseikkerhet i utlånsportefølje. Etter reglene kan bare særskilte kredittforetak utstede slike obligasjoner, og utlånsporteføljen er i hovedsak begrenset til eiendomslån (bolig eller næringsseiendom). Sverige, Danmark og Tyskland har lang tradisjon med realkredittinstitusjoner og hypotekbanker som utsteder obligasjoner med panterett i bolig- og næringsseiendomsutlån. I Danmark og Tyskland har disse vært forankret i spesiallovgivning. Flere andre europeiske land har nylig innført liknende spesiallovgivning, blant annet Spania, Frankrike, Irland og Sverige (juli 2004). Når obligasjonseierne har panterett i utlånsporteføljen, skjer det også en overføring av kredittisiko. Utlån fra eller overføring av lån til slike kredittforetak faller ikke klart inn under definisjonen av kredittisikooverføring. De er heller ikke inkludert i statistikk som er presentert tidligere i artikkelen. Noen grunner til dette er at foretaket regnes som og driver regelmessig virksomhet som en kredittinstitusjon, og foretaket inngår gjerne i finanskonsern med banker. I noen lands lovgivning kan panteseikrede obligasjoner også utstedes av vanlige banker så lenge porteføljepantet er klart definert. Ved verdipapirisering er det derimot ofte begrenset hva spesialforetaket kan påta seg av nye engasjementer, og foretaket skal juridisk sett atskilles fra banken.

Investorer oppfatter obligasjoner utstedt av slike institusjoner som særskilt sikre fordi institusjonenes virksomhet er underlagt spesiallovgivning og et nært tilsyn fra myndighetene. Panteseikrede obligasjoner oppnår

derfor gjerne en høy kredittvurdering fra internasjonale kredittvurderingsbyråer. Dette bidrar til lavere finansieringskostnader for kredittforetakene. Lempeligere kapitaldekningsregler for banker som investerer i panteseikrede obligasjoner, og økt adgang for forsikringsselskaper og verdipapirfond til å investere i panteseikrede obligasjoner fra en enkelt utsteder, gjør at slike obligasjoner vurderes som interessante investeringsobjekter. I Danmark innehar forsikringsselskaper og pensjonsfond over 25 prosent av obligasjonene utstedt av realkredittinstitusjonene. En utfordring innen EU er å harmonisere regelverket slik at kredittforetak kan utstede obligasjoner som er sikret med pant i objekter i andre land.

Oppfatningen blant mange banker og i bankforeningene er at panteseikrede obligasjoner trolig vil få en viss utbredelse. De fleste bankene i Norge er likevel for små til alene å opprette kredittforetak som skal utstede panteseikrede obligasjoner. For å avhjelpe strukturelle finansieringsproblemer og møte konkurransen fra større norske og nordiske banker, har de mindre bankene i Terra-Gruppen gått sammen om å etablere et kredittforetak, Terra BoligKreditt AS. Terra BoligKreditt vil begynne virksomheten så snart nærmere regler om særskilt sikre obligasjoner foreligger. Foretaket vil i hovedsak overta boliglån innenfor 60 prosent av markedsverdi fra bankene, og vil dermed frigjøre kapital og redusere behovet for relativt kostbar finansiering i penge- og kapitalmarkedene. Foretaket skal ikke drive egen låneformidling, men yte lån formidlet av Terra-bankene.

DnB NOR har i tillegg til betydelig bankdrift også et kredittforetak i konsernet (DnB NOR Hypotek AS, tidligere Sparebankkreditt) som har spesialisert seg på pantelån til næringsseiendom og borettslag. Konsernet har planer om å opprette et eget kredittforetak som skal spesialisere seg på panteseikrede boliglån. Kredittforetaket vil bli et heleid datterselskap av DnB NOR.

4. Finansiell stabilitet

Utviklingen i markedet for kredittisikooverføring kan ha stor innvirkning på det finansielle systemets virkemåte. Den kan bidra til mer effektiv risikostyring, mer effektiv risikospredning og til bedre tilgang til kreditt. Prisinformasjonen som formidles via nye markeder for kredittisikooverføring, kan dessuten bidra til bedre gjennomsiktighet og likviditet i kredittmarkedene. Disse forholdene bidrar alle til å fremme stabilitet i det finansielle systemet. Samtidig kan bedre muligheter for å overføre kredittisiko gi uheldige effekter i form av økt konsentrasjon av risiko og usikkerhet om institusjonene som overtar risiko har evne til å bære den. Det er også et spørsmål om risiko utenfor banksektoren kan medføre ustabilitet i finansiell sektor eller i andre sektorer som er sentrale for samfunnet.

Sterk vekst i omfanget av kredittisikooverføring og implikasjonene av dette for finansiell stabilitet gjør det nødvendig for myndighetene å forstå og ha oversikt over

disse markedene. I det følgende ser vi nærmere på hva som motiverer ulike aktører til å kjøpe og selge kreditt-risiko, og vi forsøker å besvare spørsmålet om hvilke aktører som faktisk sitter på risikoen. Det redegjøres også for noen aktuelle problemstillinger relatert til kredittvurdering av risikooverføringsinstrumentene. Det sentrale i denne sammenhengen er å peke på mulige implikasjoner for finansiell stabilitet.

4.1 Motivasjon for kredittisikooverføring

Det er flere grunner til at finansinstitusjonene benytter instrumenter for å overføre kredittisiko. En del av forklaringen, både når det gjelder hvilke institusjoner som er kjøpere og selgere, og hvilke typer instrumenter som benyttes, ligger i ulikheter i regelverks-, regnskaps- og skattemessig behandling av ulike typer institusjoner og av ulike typer kontrakter.

Gjeldende kapitaldekningsregelverk i mange land gjør det lønnsomt å overføre risiko knyttet til lån med høy kredittverdighet fra banker til forsikringsselskaper, fordi forsikringsselskapene i de fleste land er underlagt andre former for kapitalkrav og kan påta seg risikoen til en lavere pris enn bankene. I enkelte land er forsikringsreguleringen til hinder for at forsikringsselskapene kan påta seg kredittisiko ved å benytte derivater, men de kan oppnå tilsvarende økonomisk effekt via forsikrings- eller reassuranskontrakter. Ulik regnskapsmessig behandling av forsikringsselskaper og reassurandører er for eksempel en vesentlig forklaring på fremveksten av såkalt finansiell reassurans⁶.

Selv om reguleringsmessig motivasjon er viktig, ligger det andre økonomiske insentiver til grunn for en stor del av risikooverføringen både innenfor og på tvers av sektorer. Foretak med et komparativt fortrinn i å tilrettelegge bestemte typer finansielle tjenester har ikke nødvendigvis et komparativt fortrinn i å bære og styre den tilhørende risikoen. Markeder for risikooverføring bedrer aktørenes muligheter til å begrense virksomhetens underliggende risiko og til å diversifisere, og fører også til en mer effektiv prising av risiko. For eksempel vil de som overtar risiko, kunne bære denne til en lavere kostnad på grunn av diversifiseringsgevinster, eller på grunn av en bedre avstemming mellom aktiva og passiva. En bredere fordeling av kredittisikoen knyttet til bankenes låneporteføljer kan bidra til å redusere kostnadene ved å tilby de underliggende produktene til husholdninger og foretak. I så fall skulle denne mer effektive utnyttelsen av ressursene være til nytte for økonomien som helhet.

I en undersøkelse gjennomført av Fitch Ratings (2004) ble banker og forsikringsselskaper bedt om å rangere hvilke (forhåndsdefinerte) faktorer som var avgjørende for deres bruk av Credit Default Swaps. Den motivasjonsfaktoren som flest banker (53 prosent) oppgir som viktigst, er CDS som et handelsinstrument. Den

motivasjonsfaktoren som flest forsikringsselskaper (23 prosent) nevner som viktigst, er ikke overraskende CDS som alternativ investeringsmulighet. Alt i alt er det flere motivasjonsfaktorer som oppgis som vesentlige av banker enn av forsikringsselskaper, hvilket gjenspeiler at bankene er langt mer aktive i kredittderivatmarkedet enn forsikringsselskapene.

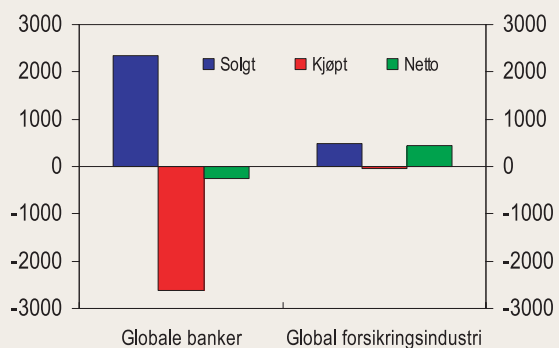
Bare 19 prosent av bankene oppgir styring av kreditt-risiko på porteføljenivå som en vesentlig motivasjonsfaktor. Dette kan tyde på at den ventede utviklingen i retning av at bankene fokuserer på hele kredittporteføljen i stedet for på enkelteksponeringer, foreløpig er på et tidlig stadium. Dette skyldes sannsynligvis både at antall banker som deltar i kredittisikooverføringsmarkedet er begrenset, og at kredittisikooverføring er begrenset til visse referanseutstedere og aktivaklasser. En av de viktigste hindringene for å kunne styre kredittisiko på porteføljenivå synes å ligge i IT-messige problemer med å aggregere eksponeringer på tvers av produkter. Dessuten vil en banks beslutning om å yte lån nok fortsatt være basert på en vurdering av den enkelte låntaker, selv om banken søker å styre kredittisikoen i hele porteføljen samlet.

I undersøkelsen fra BBA fra september 2004 oppgir de 30 institusjonene i utvalget at de viktigste bruksområdene for kredittderivater generelt er handel eller markedspleie, produktorganisering, sikring, aktiv porteføljestyling og styring av individuelle kredittlinjer, i prioritert rekkefølge. Porteføljestyling blir tillagt betydelig mindre vekt enn det som ble oppgitt som forventet utvikling i forrige BBA-studie.

4.2 Hvor blir risikoen av?

Som nevnt innledningsvis, viser Fitch Ratings (2004) til at det skjer en netto overføring av kredittisiko fra banker til forsikringsselskaper (inkludert finansielle garantister) via kredittderivatmarkedet, jf. figur 3.

Figur 3 Brutto og netto salg og kjøp av risikobeskyttelse per 31. desember 2003. Milliarder USD.



Kilde: Fitch Ratings: "Global Credit Derivatives Survey", september 2004

⁶ Finansiell reassurans er reassurans av finansielle risikoen som kreditt- og investeringsrisiko. Rene finansielle reassuranskontrakter omfatter ingen overføring av forsikringsrisiko, men har i en del land vært lite utbredt blant annet på grunn hindringer i regnskapsreguleringen. Mer vanlig er det å inngå kontrakter som også innebærer en begrenset overføring av forsikringsrisiko.

Forsikringsindustriens salg av kredittrisikobeskyttelse økte i forhold til i Fitch Ratings' tilsvarende studie fra 2003. Justert for kraftig vekst forårsaket av én svært stor aktør⁷, falt imidlertid den globale forsikringssektorens kredittderivatetsponeringer fra 2003 til 2004. Dette bekrefter hovedinntrykket av at forsikringsselskapenes salg av risikobeskyttelse er på vei nedover.

Mesteparten av bruttooverføringen av kredittrisikoksjer altså mellom banker. Globale banker er i gjennomsnitt netto kjøpere av beskyttelse, men dette varierer fra bank til bank, særlig i USA. Også europeiske banker var i gjennomsnitt netto kjøpere av risikobeskyttelse, men halvparten av disse bankene, i hovedsak regionale banker, var netto selgere av beskyttelse.

Konsentrasjonen i kredittrisikomarkedene varierer dessuten sterkt mellom ulike typer instrumenter. Enkelte deler av markedet er konsentrert til noen få institusjoner. Dette gjelder for eksempel portefølje CSDer og de sikreste CDO-transjensene, hvor et lite antall kredittforsikrere dominerer som selgere av beskyttelse. En viktig grunn til dette er at aktivitet i disse markedene forutsetter AAA-kredittvurdering.

Geografisk sett er det i land som har lang tradisjon i verdipapirisering, som for eksempel USA (se ramme 2), hvor det er flest institusjoner som også benytter nyere instrumenter. Samtidig synes potensialet for utvikling av de nye kredittrisikooverføringsmarkedene størst i land hvor markedet for foretakskreditt er mindre utviklet enn i USA. Blant annet IMF (2004) har pekt på at kredittderivater kan spille en nyttig rolle i institusjonenes risikostyring, særlig på områder hvor markedet for foretakskreditt er mindre utviklet.

I Europa har kredittrisikooverføringsmarkedene vært i sterk vekst de siste årene, men fra et forholdsvis lavt nivå. Særlig har markedet for syntetiske CDOer utviklet seg raskt. Bruken av kredittrisikooverføringsinstrumenter varierer sterkt mellom europeiske banker. Britiske, franske, sveitsiske og italienske banker var ifølge Fitch Ratings-undersøkelsen netto kjøpere av kredittbeskyttelse, mens tyske banker var netto selgere.

4.3 Kan opportunistisk adferd og ugunstig utvalg føre til økt risiko?

Banker bygger over tid opp kunnskap om sine kunders virksomhet, betalingssevne og betalingsvilje. Dette er kunnskap som ikke uten videre kan overføres til tredjeparter, det vil si at det foreligger asymmetrisk informasjon. Når bankene selv bærer risikoen ved sine engasjementer, har de motiver for å styre og prise denne både i forbindelse med inngåelse av nye lån og ved oppfølging av eksisterende lån. Teoretisk sett kan instrumenter for overføring av kredittrisiko føre til økt risiko i det finansielle systemet på flere måter.

For det første kan bankene bli mindre motiverte til å foreta en kredittvurdering ved inngåelse av nye lån så

lenge selgere av risikobeskyttelse vurderer risikoen som lavere enn den faktiske på grunn av asymmetrisk informasjon, og er villige til å selge beskyttelse til bankene. Dette kan føre til at flere høyrisikoengasjementer innvilges, og at det oppstår et ugunstig utvalg (adverse selection) som ikke lenger motvirkes av bankenes kredittvurderinger. For det andre kan bankene bli mindre motiverte til å følge opp eksisterende engasjementer og styre og prise risikoen knyttet til disse (opportunistisk adferd). Etter å ha fått et lån kan dermed et aksjeselskap bli gitt anledning til å delta i høyrisikoprojekter på grunn av muligheter for høy gevinst, mens selgerne av beskyttelse til bankene bærer tapene dersom prosjektene skulle feile. Videre kan bankene bli motiverte til raskere enn før å kreve konkursbehandling eller lignende i bedrifter som misligholder sine forpliktelser dersom risikobeskyttelsen gir større inntekt til banken enn det som forventes ved forsøk på videre drift i bedriftene. For det tredje øker kredittderivater muligheten for konsentrasjon av risiko også innenfor banksystemet. For banker som har forpliktelser som er garanterte av myndighetene⁸ eller antas å være det (implisitt garanti) som følge av sin størrelse og kompleksitet (too-big-to-fail), kan kredittderivater ses på som enda en gruppe instrumenter som muliggjør økt risikotaking. Dersom dette gjelder en eller flere banker som enkeltvis eller til sammen kan ha stor betydning for stabiliteten i det finansielle systemet, kan følgelig risikoen for systemkriser øke. Til sist kan nevnes at uklare definisjoner av kreditthendelser kan føre til økt legal risiko knyttet til problemer å avgjøre når en forpliktelse på et kredittderivat utløses.

Selv om det finnes mange grunner til at kredittrisikooverføring kan føre til økt omfang av høyrisikoprojekter og økt risiko i det finansielle systemet, sørger markedet for at mange av disse problemene begrenses eller elimineres:

- Banker som én eller flere ganger har kjøpt beskyttelse knyttet til høyrisikoengasjementer, kan få dårlig rykte i markedene og dermed i praksis miste muligheten til å kjøpe beskyttelse på nytt.
- For å redusere atferdsrisiko og signalisere til markedet at bankene følger opp sine engasjementer, beholder bankene som regel den mest risikable ABS- eller CDO-transjen selv.
- Kredittvurderingsbyråer er ofte involvert ved verdipapirisering fordi de fleste investorer krever eksterne kredittvurderinger som en del av beslutningsgrunnlaget for å investere i CDOer eller ABSer. Risikoen ved konstruksjon av spesialforetak og transjering kontrolleres av kredittvurderingsbyråene, slik at faren for ugunstig utvalg reduseres.
- Når kredittforsikringsselskaper og finansielle garantiselskaper involveres for å garantere tap knyttet til en av CDO-/ABS-transjensene (som oftest den sikreste), vil disse gå grundig gjennom den underliggende porteføljen før de gir en garanti. Dermed vil også proble-

⁷ American International Group Inc.

⁸ Tyske landesbankers forpliktelser er helt eller delvis garanterte av tyske delstater, og det kan ikke utelukkes at dette også er en medvirkende grunn til at disse ofte er netto selgere av kredittrisikobeskyttelse. Garantiene er imidlertid i ferd med å fases ut.

mer med ugunstig utvalg kunne reduseres, eller eventuelt konsentreres til en lavere transje enn den som garanteres.

I tillegg vil sterk tilsynsmessig oppfølging med fokus på institusjonenes risikostyring og risikobevisthet kunne begrense slike problemer. Et omfattende arbeid innenfor ISDA⁹ for å standardisere kontrakter og definisjoner på dette området har dessuten bidratt til å redusere den legale risikoen.

Det er ikke mulig å gi noe generelt svar på om kreditttrisikooverføring samlet sett fører til økt risiko i det finansielle systemet. Som det fremgår over, vil det blant annet avhenge av kvaliteten på kredittvurderingsbyråenes analyser og myndighetenes oppfølging.

4.4 Betydningen av kredittvurdering

Kredittvurderingsbyråene er sentrale i utformingen av flere typer kreditttrisikooverføringsinstrumenter, og deres betydning blir dermed større i et raskt voksende kreditttrisikooverføringsmarked. Deres rolle blir også viktigere som følge av implementeringen av Basel II, hvor kredittvurdering blir direkte bestemmende for hvilken risikovekt en fordring tillegges ved beregningen av kapitaldekningskravet.

Fra flere hold har det vært uttrykt skepsis til å la private kredittvurderingsbyråer få enda større betydning enn de allerede har. De momentene som nevnes her, er i første rekke relatert til kredittvurderingsbyråenes vurdering av porteføljeinstrumenter.

Byråenes vurdering av ulike transjer av porteføljeinstrumenter er som regel modellbasert. Kredittvurderingen av en CDO-transje baseres på vurderinger av de underliggende kredittene i porteføljen, antagelser om størrelsen på tapene i tilfelle konkurs (recovery rate), tap som tåles før transjen lider tap (first loss), transjetykkelse, samt estimater for korrelasjonen mellom konkurssannsynlighetene innenfor porteføljen.

Seniortransjene har høyere kredittvurdering enn de underliggende kredittene i porteføljen. Videre innbefatter kredittvurdering av for eksempel syntetiske CDOer gjerne en vurdering av i hvilken grad de juridiske vilkårene beskytter de som overtar risiko mot opportunistisk adferd fra de som avgir risiko. Tap som må tas av foranliggende transjer og tykkelsen på transjen, er avgjørende for hvor fort risikobildet endres som følge av en kreditthendelse. I tillegg vil det ha betydning hvor stor del av den underliggende risikoen i en gitt portefølje som transjeres. Alle disse forholdene er med på å skape uklarheter om hvor mye risiko som faktisk overtas ved å investere i en gitt CDO-transje. I tillegg er det kjent at korrelasjoner tenderer til å være ustabile, særlig i perioder med finansiell uro.

I praksis har det vist seg at kredittvurderingsbyråene i enkelte tilfeller relativt sent har fanget opp negative

utviklingstrekk. Noen ganger kan det også stilles spørsmål ved den opprinnelige vurderingen, for eksempel når en i noen tilfeller har kunnet observere urovekkende raske nedgraderinger av kredittvurdering i CDO-markedet.¹⁰ En studie av hvordan kredittvurdering av europeiske ABSer, MBSer og CDOer har utviklet seg, viser til alvorlige tilfeller av nedgraderinger av CDOer i perioden fra 2000 til 2003.¹¹ Den trenden ser nå ut til å ha snudd, både ved at antallet og alvorligheten av kredittvurderingsnedgraderingene er redusert, samtidig som antall oppgraderinger øker. Dette skyldes i første rekke at foretakenes kredittverdighet er styrket, men også at kredittvurderingsbyråenes metoder er forbedret.

4.5 Utfordringer for myndighetene

Kreditttrisikooverføringsmarkedene er i sterk vekst. Samtidig er antallet deltakere i disse markedene foreløpig begrenset, og kapitalen knyttet til kreditttrisikooverføringsaktiviteter utgjør en liten andel av institusjonenes forvaltningskapital. Potensialet for spredning av kreditt risiko og soliditetsproblemer i det finansielle systemet via dette markedet er dermed begrenset.

Det er likevel vanskelig å gi en dekkende beskrivelse av hvor stor betydning disse markedene faktisk har eller kan komme til å få for det finansielle systems robusthet. Innsikten i markedene er begrenset, hvilket blant annet skyldes mangelfull statistikk på området, og at markedene fortsatt er under utvikling. Det synes likevel åpenbart at kreditttrisikooverføring kan ha implikasjoner for finansiell stabilitet.

Kreditttrisikooverføring endrer institusjoners risiko-profil og deres rolle i det finansielle systemet. Bankene kan i økende grad få rollen som formidlere av kreditt, og vil i fremtiden trolig sitte på mindre kreditt risiko og mer juridisk og operasjonell risiko enn de har gjort tidligere. Likviditetsrisikoen kan også få større betydning etter som betingede økonomiske forpliktelser blir mer vanlig, som en følge av økt bruk av ikke-kapitaliserte kreditttrisikooverføringsinstrumenter. Disse risikoene er vanskeligere å måle og dermed vanskeligere å håndtere innenfor kapitaldekningsregelverket.

For forsikrings selskapene kan kreditt risiko bli en viktigere risiko enn den har vært tidligere. Dette stiller krav til økt fokus på selskapenes risikostyring og på sammenhengen mellom den risikoen som overtas og deres øvrige virksomhet. Det er også viktig at det er regelverksmessig konsistens mellom behandlingen av den risikoen som stammer fra selskapenes investeringsvirksomhet, og risikoen i forsikringsvirksomheten. En særskilt utfordring i denne sammenhengen er hvordan instrumenter med uvanlig risikokarakter, som for eksempel enkelte CDO-transjer, skal behandles i forhold til mer konvensjonelle instrumenter.

Utviklingen i retning av mer effektive og likvide kredittmarkeder vil være positiv for det finansielle syste-

⁹ International Swaps and Derivatives Association Inc.

¹⁰ Se for eksempel artikler i Economist (2004) og Risk Magazine (2004).

¹¹ Specht m.fl. (2004)

mets robusthet så lenge kjøpere og selgere av risiko- beskyttelse har god forståelse for risikoen forbundet med bruk av slike instrumenter. Den enkelte institusjons mulighet til å øke avkastningen på investert kapital og styre egen risiko bedres. Myndighetene utfordres imidlertid ved at finansielle kriser kan oppstå på nye måter fordi verdipapirmarkedene og andre institusjoner enn banker blir viktigere i det finansielle systemet.

Regelverksarbitrasje vil fortsatt kunne være motivasjon for kredittisikooverføring så lenge markedets oppfatning av risikoen ved ulike instrumenter eller motparter avviker fra den risikoen disse er tillagt i soliditetsregulering. Myndighetene bør derfor følge utviklingen for å vurdere om markedenes risikooppfatning tilsier justeringer i regelverk eller tilsynsmessig praksis.

Referanser:

- Emmons, W. R., Vaughan, M. D. og T. J. Yeager (2004): «The Housing Giants in Plain View», *The Regional Economist*, juli 2004, Federal Reserve Bank of St. Louis
- Kiff, John, François-Louis Michaud og Janet Mitchell (2003): «An analytical Review of Credit Risk Transfer Instruments», juni 2003, Bank of Canada/France/Belgium
- Rule, David (2001): «Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets», *Financial Stability Review*, desember 2001, Bank of England
- Rule, David (2001): «The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability», *Financial Stability Review*, juni 2001, Bank of England
- BIS (2003): «Credit risk transfer», januar 2003, Committee on the Global Financial System
- BIS (2004): «Credit risk transfer», oktober 2004, The Joint Forum
- British Bankers Association (2004): «Credit derivatives Report 2003/2004», september 2004
- ECB (2004): «Credit Risk Transfer by EU Banks: Activities, Risks and Risk Management», mai 2004. Banking Supervision Committee
- Financial Services Authority (2002): «Cross-sector risk transfer», *Discussion Paper*, mai 2002
- Fitch Ratings (2003): «Global Credit Derivatives: A Qualified Success», september 2003
- Fitch Ratings (2004): «Global Credit Derivatives Survey; Single-Name CDS Fuel Growth», september 2004
- IAIS (2003): «IAIS Paper on Credit Risk Transfer between Insurance, Banking and Other Financial Sectors presented to the Financial Stability Forum», mars 2003
- IMF (2004): *Global Financial Stability Report*, kapittel III, mars 2004
- Risk Magazine (2004): «Seduced by CDOs», september 2004
- Specht, Birgit, Sophia Kauntze, Lin Li-Williams, Neil Hepworth og Oliver Gabbay (2004): «European Structured Credit Ratings – A detailed study of ABS, MBS and CDO stability», 22. oktober 2004, Dresdner Kleinwort Wasserstein
- The Banker (2004): «Japan's banks rebuilt», august 2004
- The Economist (2004): «Russian Doll», 23. september 2004