

# Sikkerhet for lån i Norges Bank – nytt regelverk

Bjørn Bakke, rådgiver, og Håkon Tretvoll, konsulent, Avdeling for betalingsystemer<sup>1</sup>

Norges Bank yter lån til bankene mot pant i verdipapirer. Slike lån blir gitt i forbindelse med gjennomføringen av betalingsoppgjørene og pengepolitikken. Som følge av et forholdsvis lite obligasjonsmarked har Norges Bank hittil godtatt et bredt spekter av verdipapirer som pant. Norges Bank har dermed påtatt seg større risiko ved sine lån til bankene enn flere andre sentralbanker. De senere årene har bankenes disponible midler i Norges Bank – innskudd på foliokonto og ubenyttet låneadgang – økt mer enn lånebehovene. Dette har gitt Norges Bank mulighet til å tilpasse regelverket for sikkerhetsstillelse i retning av det som er vanlig i andre land. I artikkelen gjør vi rede for Norges Banks tidligere regelverk om sikkerhet for lån, bakgrunnen for at regelverket ble endret, det nye regelverket, og konsekvensene endringene i regelverket vil kunne ha for bankene.

## 1. Innledning

Norges Bank har siden 1999 krevd full pantesikkerhet for sine lån til bankene. Bankenes låneadgang er bestemt av deres pantsettelse, som kan variere fra dag til dag.<sup>2</sup> I 2005 har bankenes låneadgang stort sett variert mellom 100 og 160 milliarder kroner. Låneadgangen i Norges Bank er i utgangspunktet viktig for gjennomføringen av betalingsoppgjørene og pengepolitikken, men små og mellomstore banker benytter ordningen først og fremst til å oppfylle likviditetsreservekravet.<sup>3</sup> Pantesikkerheten skal redusere risikoen for at Norges Bank blir påført tap dersom en bank settes under offentlig administrasjon. Kravene Norges Bank stiller, bør derfor sikre at det pantsettes verdipapirer som er lett omsettelige og har høy kredittverdighet selv i perioder med finansiell uro.

I Norge utsteder staten lite obligasjoner, og tilgangen på obligasjoner fra andre offentlige myndigheter har også vært begrenset. Da kravet om full sikkerhet ble innført i 1999, ble derfor også andre typer obligasjoner godtatt som pant i Norges Bank. Dette gjaldt for eksempel foretaksobligasjoner og bankobligasjoner (obligasjoner utstedt av norske banker og kredittforetak eid av norske banker).

De liberale reglene medførte at Norges Bank har påtatt seg større risiko enn de fleste andre sentralbanker vi ønsker å sammenligne oss med. Flere forhold har nå gjort det mulig å endre regelverket for å redusere Norges Banks risiko. For det første har bankenes låneadgang økt mer enn lånebehovene. For det andre har den nye loven fra 2004 om finansiell sikkerhetsstillelse sikret mulighet for umiddelbar realisering av pant, noe som åpnet for en overgang fra pålydende verdier til markedsverdier ved beregning av bankenes låneadgang. For det tredje er det lagt til rette for utstedelse av særskilt sikre (pantesikrede) obligasjoner også i Norge. Slike obligasjoner kan tenkes å utgjøre en stor andel av bankenes pant om noen år.

På bakgrunn av dette har Norges Bank utarbeidet et nytt regelverk. De viktigste endringene i regelverket er at i) Norges Bank går over til markedsverdier ved beregning

av bankenes låneadgang, ii) avkortningssatsene på verdipapirene reduseres, iii) det innføres krav om rating (kredittvurdering) på norske foretaksobligasjoner, iv) det innføres krav om minstevolum for obligasjonslån utstedt av norske banker og kredittforetak eid av norske banker, og v) det i større grad legges til rette for pantsettelse av særskilt sikre obligasjoner.

Regelverket ble vedtatt av Norges Bank i august 2005 etter en høringsrunde hos Sparebankforeningen, Finansnæringens Hovedorganisasjon og Kredittilsynet. Regelverket trådte i kraft 24. oktober 2005, men deler av regelverket vil ikke gjøres gjeldende før 1. november 2007. Endringene 24. oktober førte til en økning i bankenes låneadgang.

## 2. Norges Banks krav til sikkerhet i tidligere perioder

Bankene kan ta opp to ulike typer ordinære lån i Norges Bank. (Se egen ramme om låneordningene.) Den første typen er D-lån (dagslån), som benyttes i forbindelse med betalingsoppgjørene. Den andre typen er F-lån (uoppsigelige lån med varierende løpetid og fast rente), som benyttes i forbindelse med gjennomføringen av pengepolitikken.

### 2.1 Norges Banks krav ved utlån fra 1965 til 1999

Norges Bank krever i dag at bankene stiller full sikkerhet for sine lån. Et tilsvarende krav har også vært stilt i tidligere perioder, men i 1965 ble kravene til sikkerhetsstillelse lempet.<sup>4</sup> I 1986 ble alle krav om sikkerhet for lån fjernet som følge av valutakrisen. Norges Bank tilførte da betydelige mengder likviditet for å unngå en sterk økning i pengemarkedsrentene. Norges Bank hadde dermed store usikrede fordringer overfor banker som fikk soliditetsvansker under bankkrisen de følgende årene.

<sup>1</sup> Håkon Tretvoll er når dette publiseres stipendiat ved New York University. Takk til Grete Øwre, Casper Christophersen, Karsten Gerdrup, Asbjørn Fidjestøl og Kåre Hagelund for nyttige kommentarer.

<sup>2</sup> For D-lån var det dessuten fram til 2001 også en låneramme i forhold til et beregningsgrunnlag for hver bank.

<sup>3</sup> Se avsnitt 3.4.

<sup>4</sup> Nærmere omtale av dette finnes i Gerdrup (2004)

Etter samråd med de politiske myndighetene ga Norges Bank dessuten inntektsstøtte til en sparebank i form av subsidierte renter og nedskrivning av lån i 1988 og 1989. I Stortingsmelding 24 (1989-90) om bankkrisen skrev Finansdepartementet at «Nedskrivning av sentralbankens utlån kan (...) representere en aktiv anvendelse av statens midler som burde behandles i Stortinget på forhånd». Finansdepartementet la videre til grunn at lovens ordinære system vil følges ved fremtidige krisesituasjoner i norske banker og viste til ordningene som var etablert gjennom sikringsfondene. Finanskomiteen sluttet seg til dette i sin oppfølging i innst. S. nr. 90 (1989-90). Arbeidsdelingen mellom sentralbanken, sikringsfondene og statlige myndigheter i det finansielle sikkerhetsnettet ble dermed ytterligere avklart. Spesielt ble det presisert at Norges Bank selv ikke skal øke sin risiko og påføre staten tap.

Det var vanskelig å gjeninnføre kravet om sikkerhetsstillelse de påfølgende årene. Bankene hadde store lån, men begrensede beholdninger av verdipapirer som kunne benyttes til sikkerhetsstillelse. Størrelsen på bankenes lån ble imidlertid redusert i løpet av 1993, og Norges Bank innførte krav om delvis sikkerhet for D-lån mot slutten av året. Fra 1995 innførte Norges Bank krav om full sikkerhet for D-lån, og det samme kravet ble innført for F-lån i 1999.

I 1999 var det en viss usikkerhet knyttet til om bankene hadde tilstrekkelig beholdning av obligasjoner som kunne

brukes som pant. Samtidig med innføringen av kravet om full sikkerhetsstillelse for F-lån, ble derfor nye typer obligasjoner godtatt som pant i Norges Bank. Dette gjaldt for eksempel obligasjoner utstedt av private foretak innenfor OECD-området, obligasjoner utstedt av norske foretak, og obligasjoner utstedt av norske banker. Enkelte av disse obligasjonene er mindre likvide og har lavere kredittverdighet enn obligasjonene Norges Bank godtok før 1999.

## 2.2 Hovedtrekk i regelverket fra 1999

Låneadgangen til bankene ble nå bestemt av hvor mye de hadde pantsatt av obligasjoner som sikkerhet. For at en obligasjon skulle kunne benyttes som sikkerhet, måtte utstederen være godtatt av Norges Bank. Hvilke utstedere som ble godtatt, var ulikt for norske og utenlandske obligasjoner (innenfor OECD). Av norske utstedere ble staten, statsforetak, kommuner, fylkeskommuner, banker, kredittforetak og private foretak godtatt. Norges Bank godtok også eierandeler i norske verdipapirfond som sikkerhet. Av utenlandske utstedere godtok Norges Bank stater og private foretak med tilfredsstillende kredittvurdering.<sup>5</sup>

Obligasjoner med norske private utstedere (private foretak) måtte være registrert i et godkjent verdipapirregister, være børsnotert og ha en gjenstående rentebin-

## Låneordninger i Norges Bank – deres funksjon

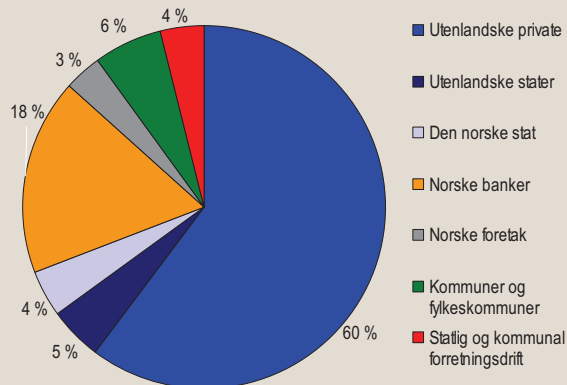
Bankene kan ta opp F- og D-lån dersom de har stilt pant til fordel for Norges Bank. Det stilte pantet dekker begge låneordninger, slik at pant som ikke er benyttet som sikkerhet for F-lån, kan brukes som sikkerhet for D-lån. Låneordningene tjener både til å sikre gjennomføringen av pengepolitikken og gjennomføringen av betalingsoppgjørene (se Kran og Øwre, 2001).

Norges Banks styringsrente er foliorenten, dvs. renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Gjennom likviditetspolitikken sørger Norges Bank for at sentralbankens rentebeslutninger får gjennomslag i de korte pengemarkedsrentene. Når bankene under ett har overskudd av likviditet ved dagens slutt, vil de ikke i markedet kunne få tilbud om å plassere midlene til vilkår som er særlig bedre enn på innskudd i sentralbanken. De korte pengemarkedsrentene blir dermed liggende like over foliorenten. Norges Bank vil legge ut F-lån til auksjon dersom prognosene tilsier at det er nødvendig å tilføre likviditet for å bringe bankene i innskuddsposisjon. Bankene kan omfordele likviditet gjennom interbankmarkedet. Dette markedet fungerer imidlertid ikke 100 prosent perfekt, og bankene sett under ett må derfor ha et innskudd av enn viss størrelse for at pengemarkedsrentene skal bli liggende like i overkant av foliorenten. Dersom bankenes innskudd i Norges Bank blir for lave, vil normalt en del banker ikke få dekket hele sitt behov i markedet, og vil måtte ta opp D-lån over natten med rente to prosentpoeng over foliorenten. Dette vil kunne føre til en økning i de korte pengemarkedsrentene. I den senere tid har Norges Bank ved dimensjoneringen av F-lånene sørget for at bankene ved dagens slutt har hatt samlede innskudd på om lag 15 milliarder kroner.

Selv om en bank har innskudd i Norges Bank ved dagens start, er det ikke gitt at innskuddet vil være stort nok til å dekke bankens behov i forbindelse med betalingstransaksjoner i løpet av dagen. Gjennom D-lån, som er en trekkrettighet, kan banken skaffe seg likviditet til å dekke slike betalinger. Et D-lån er rentefritt hvis det betales tilbake i løpet av dagen.

<sup>5</sup> Kun obligasjoner som Norges Bank anser som ordinære, godtas som pant. For eksempel godkjennes ikke indekserte og konvertible obligasjoner.

**Figur 1** Bankenes samlede pantssettelse fordelt på utstedere. Pantsatt beløp 156 milliarder kroner



dingstid på ikke mer enn 10 år. Hvis obligasjonene var utstedt av norske private foretak uten kredittvurdering, var det også et krav at utestående volum skulle være minst 300 millioner kroner. Obligasjoner fra andre norske utstedere (offentlige myndigheter, banker og kredittforetak eid av banker) var ikke underlagt krav knyttet til volum, rentebindingstid eller børsnotering. Obligasjoner med utenlandske utstedere måtte være kredittvurderte, være registrert i et godkjent verdipapirregister, være børsnotert og ha en gjenstående rentebindingstid som ikke oversteg 10 år.

For obligasjoner og sertifikater utstedt av norske banker og kredittforetak eid av norske banker var det en kvoteordning. Ordningen innebar at en bank bare kunne stille inntil 50 prosent av sin samlede sikkerhetsstillelse i form av slike obligasjoner. I kvoten inngikk også obligasjoner og sertifikater med utstedere hvor norske banker direkte eller indirekte hadde en eierandel på mer enn en tredjedel, og norske VPS-registrerte obligasjons- og pengemarkedsfond.

En obligasjon ble gitt en låneverdi lik obligasjonens pålydende verdi fratrukket en avkorting. Størrelsen på avkorting avhang av utstederen av obligasjonen og av om obligasjonen var denominert i norske kroner eller fremmed valuta. Størst avkorting hadde private norske foretak uten tilfredsstillende kredittvurdering (25 prosent), og lavest avkorting hadde obligasjoner utstedt av stater innenfor OECD (5 prosent). For obligasjoner som var denominert i fremmed valuta, var det en tilleggsavkorting på 5 prosent.

### 3. Bakgrunnen for tilpasningene i Norges Banks regelverk

Regelverket fra 1999 innebar at bankene kunne stille pant som medførte risiko for Norges Bank, men begrenset utstedelse av norske statspapirer gjorde det nødvendig

med et liberalt regelverk. Etter 1999 har imidlertid bankenes låneadgang økt i forhold til behovene de har i forbindelse med betalingsoppgjørene og pengepolitikken. Tilgangen på obligasjoner i norske kroner som godtas av Norges Bank, har også økt. Videre har åpning for hurtig realisering av pant i loven om finansiell sikkerhetsstillelse muliggjort overgang til markedsverdier, og dermed lavere avkortingssatser og høyere låneverdi på sikkerheten bankene stiller. Endringer i lov om finansieringsvirksomhet legger dessuten til rette for utstedelse av pantsikrede obligasjoner i Norge. Slike obligasjoner kan bli viktige for bankenes sikkerhetsstillelse i Norges Bank på sikt. Endelig påpekte IMF (Det internasjonale valutfondet) i sin gjennomgang av det norske finansielle systemet i 2005 at sikkerhetsstillelse i form av bankobligasjoner burde reduseres, og at det i større grad burde stilles samme krav vedrørende utstedere både for norske og utenlandske obligasjoner.

#### 3.1 Overgang til markedsverdier

Lov om finansiell sikkerhetsstillelse gjennomfører EU-direktivet om finansiell sikkerhetsstillelse (2002/47/EC) i norsk rett. Loven gir blant annet visse finansielle kontrakter vern i konkurs og gir rett til hurtig realisering av pant. For Norges Bank innebærer dette lavere risiko for at verdien på pantsatte obligasjoner reduseres innen de kan realiseres. Loven har dermed gjort det hensiktsmessig for Norges Bank å gå over fra pålydende verdi til markedsverdi ved beregning av bankenes låneadgang. Med mer nøyaktig kjennskap til pantsatte obligasjoners verdi kan Norges Bank redusere avkorting på obligasjonene uten å øke sin egen risiko. Med dagens rentenivå vil bankenes låneadgang øke også fordi markedsverdien på obligasjonene typisk ligger over pålydende verdi.

#### 3.2 Introduksjon av særskilt sikre obligasjoner i Norge

I finansieringsvirksomhetsloven er det siden 1. januar 2004 lagt til rette for utstedelse av obligasjoner med sikkerhet i finansinstitusjonenes fordringsmasse.<sup>6,7</sup> I utlandet er det relativt vanlig å skaffe midler fra obligasjonsmarkedet til finansforetaks utlån gjennom to modeller som er utviklet for formålet.

Den første er kredittforetak (hypotekbanker) som yter lån til avgrensede formål som boligkjøp eller lån garantert av det offentlige, og som finansierer denne virksomheten gjennom utstedelse av obligasjoner. I Norge vil slike særskilt sikre obligasjoner utstedes av kredittforetak med tillatelse til å drive finansieringsvirksomhet etter finansieringsvirksomhetslovens § 3-3. Loven stiller krav til organisering og drift av kredittforetaket, til hvilke utlån som kan inngå i porteføljen, og den stiller krav til de underliggende panteobjektene. Det stilles dessuten spesielle krav for å sikre obligasjonseiernes rettigheter i

<sup>6</sup> Nærmere omtale av dette finnes i Andresen og Gerdrup (2004).

<sup>7</sup> Fremdeles mangler deler av det juridiske rammeverket for særskilt sikre obligasjoner. Norske kredittforetak har derfor ikke utstedt slike obligasjoner ennå.

en konkurssituasjon. Lovverket skal dermed bidra til at særskilt sikre obligasjoner er egnet som pant.

Den andre modellen innebærer at en kredittinstitusjon selger en fordringsmasse til et spesialforetak (special purpose vehicle) som utsteder obligasjoner for å finansiere kjøpet (se egen ramme). Obligasjonene spesialforetaket utsteder, inndeles ofte i transjer, hvor obligasjonene i den laveste transjen tar eventuelle tap først. Spesialforetaket har ingen egen virksomhet, og kan overlate all forvaltning av fordringsmassen til den overdragende finansinstitusjonen, en bank eller en tilsvarende finansinstitusjon som overdrageren.

Et spesialforetak regnes ikke som en kredittinstitusjon og er ikke underlagt kapitalkrav eller tilsyn. Lovverket og offentlig regulering vil dermed ikke i seg selv sikre at

obligasjoner utstedt av spesialforetak vil ha høy kredittverdighet. En stor andel av obligasjonene som spesialforetak utsteder, har imidlertid høy kredittvurdering fra Moody's eller Standard & Poor's, og vil være egnet som pant i Norges Bank.

Et spesialforetak trenger ikke overta selve fordringsmassen, men kan overta for eksempel kredittrisikoen knyttet til en fordringsmasse ved bruk av kredittderivater. Dette kalles en syntetisk struktur (syntetisk CDO). Obligasjoner fra slike foretak kan ha høy kredittverdighet og være likvide, men vurderingen av risikoen knyttet til dem involverer ofte bruk av nye metoder som ikke er tilstrekkelig utprøvd og testet.<sup>8</sup> De kan derfor være mindre egnet som pant enn andre typer obligasjoner utstedt av spesialforetak.

## Kredittvurdering av obligasjoner utstedt av spesialforetak

Obligasjoner utstedt av spesialforetak benevnes ofte Asset-Backed Securities (ABS) eller Collateralized Debt Obligations (CDO). Obligasjonene gir investorene rettigheter til kontantstrømmen fra en underliggende portefølje som eies av spesialforetaket. De forskjellige betegnelsene avhenger av om de underliggende typene av kreditt er forholdsvis homogene (ABS) eller heterogene (CDO) med hensyn på risiko. Eksempler på underliggende kreditt i en ABS kan enten være billån, forbrukskreditt, lån via kredittkort eller boliglån.<sup>1</sup> I en CDO kan de underliggende kredittene for eksempel være lån til foretak og/eller foretaksobligasjoner, med en eksponering mot et begrenset antall aktører.

Felles for ABSer og CDOer er at de vanligvis deles inn i transjer med forskjellig prioritet i en tapssituasjon. Det er vanlig å kalle transjene seniortransjen (høyest prioritet), mesanintransjen og egenkapitaltransjen (lavest prioritet). Ved kredithendelser i den underliggende porteføljen vil transjene med lavest prioritet ta tapene først. Mesanintransjen vil bare kunne rammes av tap dersom hele egenkapitaltransjen er tapt, og seniortransjen bare dersom hele mesanintransjen er tapt. Denne strukturen gjør at sannsynligheten for tap i de forskjellige transjene avhenger av størrelsen på de underordnede transjene.

En obligasjons kredittvurdering er en vurdering av forventet tap eller sannsynligheten for mislighold. I en ABS eller CDO kan dermed strukturen tilpasses slik at de forskjellige transjene oppnår en valgt kredittvurdering. Det vanlige er å sørge for at egenkapitaltransjen absorberer en stor nok andel av eventuelle tap til at mesanintransjen får en investment grade kredittvurdering, og at egenkapitaltransjen og mesanintransjen absorberer nok til at seniortransjen får en AAA kredittvurdering. Kredittvurderingsbyråenes vurdering er i stor grad modellbasert, og tilretteleggeren av utstedelsen tilpasser strukturen slik at forventet tap i hver transje tilsvarer nivået som kreves for å oppnå den ønskede kredittvurderingen. De viktigste parametrene i modellen er estimer av kredittverdigheten og «recovery rates» i den underliggende porteføljen. For CDOer, som gir eksponering mot få navn, vil i tillegg korrelasjonen mellom instrumentene i porteføljen være viktig.

Risikoprofilen til en investering avhenger av forventet tap og usikkerheten knyttet til tapene. En kombinasjon av forventet tap og en vurdering av denne usikkerheten (variansen) gir derfor en bedre beskrivelse av risikoprofilen enn forventet tap alene. Usikkerheten knyttet til tapene kalles gjerne uventet tap. Betrachninger om uventet tap er spesielt viktige for ABS- og CDO-transjer, fordi transjeinndelingen kan gi en tapsdistribusjon som avviker betydelig fra distribusjonen i en obligasjonsportefølje med samme gjennomsnittlige kredittvurdering. En viktig implikasjon er at en kredittvurdering gir et ufullstendig bilde av risikoen knyttet til gjeldsinstrumenter, og kvalitetskrav basert på kredittvurdering kan være mindre effektive for å begrense risikoen i porteføljer som inneholder ABS- og CDO-transjer, enn for porteføljer som utelukkende inneholder tradisjonelle obligasjoner.

<sup>1</sup> Obligasjoner utstedt med sikkerhet i bolig- og næringsleiedomsån kalles gjerne Mortgage-Backed Securities (MBS).

<sup>8</sup> Cousseran og Iméne (2005).

### 3.3 Pant som ikke gir tilstrekkelig risikoreduksjon for Norges Bank

Norges Banks krav til obligasjoner med norske utstedere har vært mer liberale enn kravene til obligasjoner med utenlandske utstedere. I enkelte tilfeller har private norske obligasjoner vært godkjent selv om de har medført en viss risiko for Norges Bank. Dette kunne for eksempel gjelde en del norske foretaks- og bankobligasjoner.

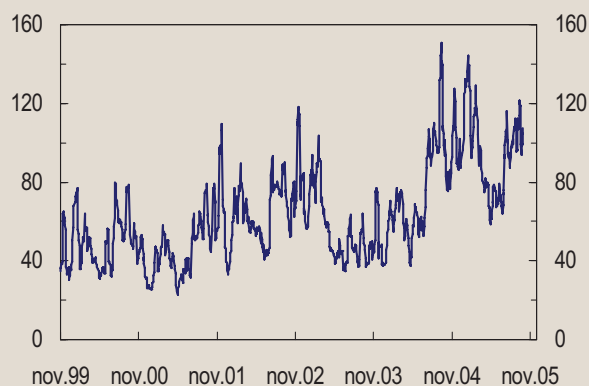
Norges Bank stilte ikke krav om kredittvurdering av norske foretaksobligasjoner i det tidligere regelverket. Norges Bank hadde dermed ikke objektive og kjente kriterier for å avvise foretaksobligasjoner med lav kredittverdighet. I praksis ble derfor slike obligasjoner godkjent som pant selv om de var utstedt av foretak med finansielle vansker. Norges Bank kunne dermed risikere å sitte med pant som var vanskelig å realisere i tilfelle en bank ble satt under offentlig administrasjon. Det var derfor behov for å stille krav til kredittvurdering for norske foretaksobligasjoner i det nye regelverket.

Bankobligasjoner vil ofte ha høy kredittverdighet. Ulempen med slike obligasjoner er at det kan oppstå problemer hos låntaker og utsteder av obligasjonene på samme tid. Dette kan for eksempel bli tilfelle under en bankkrise. Norges Bank har derfor begrenset bankenes adgang til å pantsette slike obligasjoner til 50 prosent av en banks låneadgang. Flere banker utnyttet denne kvoten tilnærmet fullt ut. Norges Bank betraktet derfor risikoen knyttet til pantsettelse av bankobligasjoner som høy, og ønsket å begrense adgangen til å pantsette slike obligasjoner ytterligere. En slik vurdering tilsa også at disse obligasjonene i større grad burde underlegges samme krav som andre obligasjoner med private utstedere. I sin gjennomgang av det finansielle systemet i Norge anbefalte dessuten IMF at kvoten for bankobligasjoner blir redusert videre ned fra 35 prosent, slik Norges Bank innfører fra november 2006. Se nærmere om kravene til bankobligasjoner i avsnitt 4.5.

### 3.4 Økt disponibelt beløp i Norges Bank

At Norges Bank har godtatt obligasjoner med en viss risiko, har hatt sammenheng med at bankene ellers kunne fått for lav låneadgang i Norges Bank. Norges Bank har imidlertid hatt som mål at bruken av slike obligasjoner som pant skal reduseres. I løpet av de siste årene har bankene både økt pantsettingen betydelig, samtidig som innestående på konto i Norges Bank har økt. Omsetningen i betalingsoppgjørene og behovet for sikkerhet knyttet til F-lån har imidlertid ikke økt tilsvarende. Videre vil bankenes låneadgang øke som følge av overgangen til markedsverdi og reduserte avkortingssatser, jf. avsnitt 3.1 og 4.2. Det var derfor rom for å gjøre tilpasninger i regelverket uten at det får negative konsekvenser for gjennomføringen av pengepolitikken eller betalingsoppgjørene.

Figur 2 Disponibel likviditet i NBO i prosent av omsetningen<sup>1)</sup>. Glidende 10-dagers gjennomsnitt



<sup>1)</sup> Dagene rundt 31. desember 1999 er ikke tatt med på grunn av unormalt lav omsetning i NBO

Kilde: Norges Bank

### 3.5 Endringer i likviditetsreservekravet

De fleste små og mellomstore banker benytter en veldig liten andel av låneadgangen i Norges Bank til betalingsoppgjørene, og de tar normalt ikke opp F-lån. Det er dermed grunn til å tro at disse bankene stiller pant i Norges Bank for å oppfylle myndighetenes krav til likviditet.<sup>9</sup> Sparebankforeningen har også påpekt at det er viktig for de mindre sparebankene at konsekvensene av det nye regelverket for sikkerhet for lån ses i sammenheng med likviditetskravet.<sup>10</sup> Finansdepartementet har varslet at det kvantitative likviditetskravet vil bli erstattet med et generelt krav om at bankene må ha tilstrekkelig likviditet til å møte sine forpliktelser. En slik endring i likviditetskravet vil begrense behovet disse bankene har for å opprettholde låneadgangen.

## 4. Endringer i regelverket

Norges Bank har utarbeidet et nytt regelverk på bakgrunn av utviklingen som er skissert over. Det er gjort et stort antall justeringer i regelverket, men i dette avsnittet omtales bare de viktigste endringene. Både det tidligere og det nye regelverket er tilgjengelig på Norges Banks nettsider.<sup>11</sup>

### 4.1 Overgang til markedsverdier

Norges Bank gikk over fra pålydende verdier til markedsverdier ved beregning av bankenes låneadgang 24. oktober 2005 (se ramme). Bankene får dermed i større grad en låneadgang som tilsvarer verdien av verdipapirene de har pantsatt til fordel for Norges Bank. Med en beregning basert på markedsverdier vil en bank kunne komme i usikret låneposisjon som følge av endringer i kursene på obligasjonene. Bankene vil i slike tilfeller bli bedt om å

<sup>9</sup> Forskrift om minstekrav til likvider for forretnings- og sparebanker (1988.12.16 nr 1222) stiller krav om at bankene holder minst seks prosent av et beregningsgrunnlag som likvide midler.

<sup>10</sup> Sparebankbladet nr. 8 – 2005, side 11.

<sup>11</sup> Se rundskriv nr. 8/2005 og nr. 2/2003.

øke sin sikkerhetsstillelse eller redusere lånene sine innen dagens slutt. Banker som ikke har dekket seg inn ved dagens slutt, vil få et usikret D-lån over natten, og det vil påløpe en strafferente.

#### 4.2 Reduserte avkortingssatser

Avkortingssatsene for alle kategorier obligasjoner er redusert og gjort avhengig av utsteder og gjenstående rentebindingstid. Obligasjonene er delt inn i tre kategorier avhengig av kredittrisikoen for ulike utstedere, og fire kategorier etter hvor lang tid det er til forfall eller neste renteregulering (lavest avkorting for obligasjoner med kort tid til neste renteregulering). Det vil dermed bli operert med tolv avkortingssatser i regelverket.

Tilnærmet alle obligasjoner vil få redusert avkortingssats sammenlignet med avkortingene i det tidligere regelverket. Hvor mye avkortingssatsene gjennomsnittlig vil bli redusert, avhenger av hvilke verdipapirer bankene har pantsatt på tidspunktet dette måles. Et anslag før endringene ble satt i verk, var at gjennomsnittlig avkor-

tingssats ville reduseres fra 16 prosent til litt under 8 prosent. Anslaget inkluderer avkortingene for fremmed valuta, som reduseres fra 5 til 3 prosent.

#### 4.3 Særskilt sikre obligasjoner

Særskilt sikre obligasjoner inngår ikke lenger i kvoten for bankobligasjoner, og en bank kan pantsette særskilt sikre obligasjoner selv om den eier kredittforetaket som har utstedt obligasjonene. Videre vil særskilt sikre obligasjoner som er utstedt av norske kredittforetak, ikke være underlagt krav til volum eller kredittvurdering i overgangsperioden, som strekker seg fram til 1. november 2007.

#### 4.4 Spesialforetak

Norges Bank godtar fortsatt obligasjoner som er utstedt av spesialforetak, men stiller krav om at obligasjonen må tilhøre øverste transje. Det stilles dessuten krav om at obligasjonene ikke må være knyttet til kredittderivater (syntetiske CDO-er godtas ikke).

## Overgang til markedsverdier

Norges Bank har gått over fra å bruke pålydende verdier til markedsverdier som grunnlag for beregningen av bankenes låneadgang. Overgangen krevde betydelige endringer i Norges Banks systemer. Det måtte utvikles løsninger for å hente inn tilgjengelige markedsкурser daglig, og for å fastsette en syntetisk verdi på obligasjoner som ikke har en oppdatert markedskurs. Norges Bank håndterer nå dessuten i noen grad pantsatte obligasjoner forskjellig, avhengig av hvor de er registrert pantsatt.

### *Verdipapirer pantsatt i VPS*

VPS leverer daglig siste omsetningskurs fra Oslo Børs på pantsatte verdipapirer. Dersom det er lenge siden et verdipapir sist var omsatt, vil siste omsetningskurs ikke nødvendigvis reflektere papirets nåværende verdi. I et slikt tilfelle gir Norges Bank obligasjonen en kurs som settes lik en beregning av obligasjonens nåverdi. Kursen vil normalt overvurdere obligasjonens verdi, ettersom det ikke tas hensyn til kreditt- og likviditetsrisiko. Avkortingene Norges Bank anvender for pantsatte verdipapirer er imidlertid satt ut fra antagelser om forskjeller i kredittverdighet og likviditet for ulike kategorier av utstedere. Dermed vil Norges Bank gi en hensiktsmessig låneverdi også for obligasjoner uten en oppdatert markedskurs.

### *Verdipapirer pantsatt i en annen godkjent verdipapirsentral*

For verdipapirer pantsatt i de utenlandske verdipapirsentralene Norges Bank godkjenner, kjøper Norges Bank kursinformasjon fra Financial Times Interactive Data (FTID). FTID leverer omsetningskurser fra internasjonale børser og fra handler direkte mellom aktører som rapporterer til The International Capital Market Association. I tillegg kan FTID levere syntetiske kurser laget av selskapets analytikere. For enkelte typer verdipapirer leverer imidlertid ikke FTID syntetiske kurser. Dette gjelder for eksempel enkelte obligasjoner sikret i utlånsporteføljer. Norges Bank risikerer derfor at verken en oppdatert markedskurs eller en syntetisk kurs er tilgjengelig for et verdipapir. Dersom papiret har flytende rente, er ikke dette et problem, fordi papirets verdi normalt vil avvike lite fra pålydende verdi. Norges Bank benytter da pålydende verdi med en tilleggsavkorting avhengig av papirets kredittvurdering. Dersom papiret har fast rente, vil papirets verdi kunne avvike betydelig fra pålydende verdi. Norges Bank godtar derfor ikke slike papirer som sikkerhet.

#### 4.5 Krav til bankobligasjoner

Norges Bank innfører krav om at bankobligasjoner skal ha et utestående volum på 300 millioner kroner, og at obligasjonene skal være registrert på børs eller en alternativ markeds plass som Norges Bank aksepterer. Videre reduseres kvoten for bankobligasjoner. Fra 24. oktober 2005 ble kvoten satt til 45 prosent, fra 2. mai 2006 vil kvoten reduseres til 40 prosent, og fra 1. november 2006 til 35 prosent. Bankobligasjoner vil fortsatt være fritatt fra kravet om kredittvurdering.

#### 4.6 Kredittvurdering av foretaksobligasjoner

Norges Bank har innført krav om kredittvurdering på norske foretaksobligasjoner. Kravet er satt til BBB- fra Standard & Poor's (S&P) eller Baa3 fra Moody's (såkalt investment grade). Tilsvarende krav for obligasjoner med utenlandske utstedere vil fortsatt være A fra S&P eller A2 fra Moody's. Til forskjell fra utenlandske utstedere godtas i Norge også kredittvurdering på utstedende institusjon og ikke bare kredittvurdering på selve obligasjonslånet. Norske foretaksobligasjoner med lavere kredittvurdering enn A og A2 vil få en ekstra avkorting.

#### 4.7 Utsteders hjemland og valuta

Norges Bank opphever kravet om at en obligasjon må være utstedt av foretak eller land innenfor OECD. Det stilles krav om at alle obligasjoner med utenlandsk utsteder må ha tilfredsstillende kredittvurdering, men obligasjoner med statsgaranti kan etter vurdering fritas fra dette kravet. For obligasjoner med utstederer hjemmehørende utenfor EØS kan Norges Bank ha behov for en juridisk bekreftelse på at det ikke knytter seg problemer for eksempel til realisering av pant. Kostnader knyttet til å hente inn en slik bekreftelse vil måtte dekkes av pantsettende bank.

Norges Bank innfører krav om at obligasjoner og sertifikater må være utstedt i norske kroner, svenske kroner, danske kroner, euro, amerikanske dollar, britiske pund, japanske yen eller sveitsiske franc. Dette er færre valutaer enn i det tidligere regelverket, hvor Norges Bank godtok alle valutaer innenfor OECD.

### 5. Konsekvenser av det nye regelverket

Formålet med det nye regelverket er redusert risiko for Norges Bank. Overgangen til markedsverdier og redusert avkorting har imidlertid ført til økt samlet låneadgang for bankene. Økningen i bankenes låneadgang vil være sterkest i overgangsperioden (fra 24. oktober 2005 til 1. november 2007), og den vil omfatte alle eller tilnærmet alle banker. Den umiddelbare effekten av at det nye regelverket trådte i kraft, var at låneadgangen økte med

om lag 14 prosent. Etter overgangsperioden vil enkelte typer obligasjoner ikke lenger godtas som pant, og det vil dermed bli nødvendig for noen banker å pantsette nye obligasjoner dersom de vil opprettholde låneadgangen på dagens nivå. For bankene sett under ett vil trolig låneadgangen bli høyere enn under det gamle regelverket, selv om obligasjonene som faller ut ikke erstattes.

At enkelte obligasjoner ikke lenger godkjennes som pant i Norges Bank, kan gjøre det dyrere for enkelte obligasjonsutstedere å ta opp lån i obligasjonsmarkedet. Dette skyldes at etterspørselen etter obligasjonene kan avta når de ikke kan benyttes som pant. Effekten begrenses av at bare en liten andel av disse obligasjonene er pantsatt i Norges Bank.

Normalt skjer det endringer i bankenes pantsettelse på daglig basis. Det er derfor vanskelig å gjøre nøyaktige beregninger av effekten på bankenes låneadgang når overgangsperioden utløper 1. november 2007. Alle beregninger er gjort med basis i bankenes pantsettelse i perioden før det nye regelverket ble innført. Det er dermed ikke tatt hensyn til at bankene vil tilpasse seg det nye regelverket, eller at de av andre grunner vil endre sin pantsettelse fram til slutten av 2007. Videre er det ikke tatt hensyn til at bankene kan få redusert sitt behov for å opprettholde låneadgangen dersom det kvantitative likviditetskravet faller bort.

#### 5.1 Norges Banks risiko

Norges Banks risiko vil bli redusert ved at det stilles strengere krav til enkelte typer obligasjoner før de godkjennes som pant. Dette gjelder i hovedsak norske foretaks- og bankobligasjoner. Foretaksobligasjoner kunne med det tidligere regelverket godkjennes uten kredittvurdering, men i det nye regelverket stilles det krav om at enten obligasjonene eller utstederne skal være vurdert av Standard & Poor's eller Moody's. Pantsettelse av foretaksobligasjoner med lav kredittverdighet har ikke hatt stort omfang, men i prinsippet kunne en bank ha sikret hele låneadgangen med slike obligasjoner. Kravet om kredittvurdering har derfor ført til en vesentlig reduksjon i Norges Banks risiko.

Norges Bank har også redusert sin risiko knyttet til bankobligasjoner. Finansielle problemer kan oppstå samtidig hos flere norske banker, og det er derfor uheldig om en bank sikrer sin låneadgang med obligasjoner utstedt av en annen bank. Fram til 24. oktober var pantsettelsen av bankobligasjoner begrenset ved at bankene ikke kunne stille mer enn 50 prosent av sin samlede pant i form slike obligasjoner. Etter det nye regelverket vil denne kvoten gradvis reduseres til 35 prosent. Videre innføres det et volumkrav på 300 millioner kroner for obligasjonslån utstedt av banker og kredittforetak. Dette vil bidra til å bedre likviditeten i bankobligasjoner som pantsettes til fordel for Norges Bank.

## 5.2 Bankene som låntakere

I det nye regelverket er det åpnet opp for at bankene kan pantsette enkelte typer obligasjoner som ikke var godkjent i det tidligere regelverket. Eksempler på dette er at Norges Bank kan godta obligasjoner uten kredittvurdering dersom de er statsgaranterte, at også sertifikater (i tillegg til obligasjoner) fra private utstedere kan godtas dersom de har tilfredsstillende kredittvurdering, og at Norges Bank har åpnet for obligasjoner med utstedere utenfor OECD. Viktigere er det imidlertid at Norges Bank har lagt bedre til rette for at bankene kan pantsette særskilt sikre obligasjoner. Slike obligasjoner blir ikke lenger regnet med i kvoten for bankobligasjoner, og det vil være tillatt for en bank å pantsette særskilt sikre obligasjoner som er utstedt av et kredittforetak i samme konsern. For flertallet av norske banker vil effekten av disse reglene være begrensede på kort sikt, fordi det foreløpig ikke er utstedt særskilt sikre obligasjoner i Norge. På lengre sikt kan imidlertid volumet av slike obligasjoner tenkes å øke.

Fra 1. november 2006 reduseres kvoten for bankobligasjoner til 35 prosent, og fra 1. november 2007 vil det stilles krav om minstevolum på 300 millioner kroner også for bankobligasjonslån som skal benyttes som pant i Norges Bank. For bankene sett under ett vil disse endringene føre til at vel 8 prosent av dagens pant ikke lenger kan brukes. Dette vil isolert sett redusere bankenes låneadgang, men reduksjonen er mindre enn økningen i låneadgangen 24. oktober i år. For bankene sett under ett vil det dermed ikke være nødvendig med tilpasninger i pantsettelsen for å opprettholde låneadgangen på dagens nivå.

Små og mellomstore banker (de 105 minste bankene) har imidlertid sikret en større andel av låneadgangen med bankobligasjoner enn andre banker. Basert på pantsettelsen ved overgangen til nytt regelverk kan det anslås at vel 40 prosent av obligasjonene disse bankene har pantsatt, ikke vil godkjennes etter overgangen til nytt regelverk.<sup>12</sup> En del av den bortfalte låneadgangen oppveies av reduserte avkortingssatser, men det er rimelig å anta at de må øke pantsettelsen av andre obligasjoner med om lag 35 prosent eller vel 2 milliarder kroner for å opprettholde låneadgangen.<sup>13</sup> En slik økning i pantsettelsen må i skje i perioden fram til 1. november 2007. Få av disse bankene tar imidlertid opp lån i Norges Bank i dag. Det kan derfor tenkes at de velger å ikke opprettholde låneadgangen på dagens nivå hvis det kvantitative likviditetskravet blir avvirket.

Små og mellomstore banker investerer i hovedsak bare i det norske markedet. I dag er det utstedt norske obligasjoner for om lag 500 milliarder i norske kroner som tilfredsstillende de nye kravene til Norges Bank. Det bør derfor ikke innebære vansker for bankene å erstatte obligasjonene som ikke lenger godkjennes, dersom de vil opprettholde låneadgangen. Det kan imidlertid tenkes at de må investere i obligasjoner med lavere avkastning og lavere risiko enn obligasjonene de eier i dag.

## 5.3 Konsekvenser for obligasjonsutstederne

I hovedsak kan endringene i regelverket få konsekvenser for to grupper av utstedere. Den første er små og mellomstore banker som utsteder obligasjonslån med et minstevolum lavere enn 300 millioner kroner. Den andre er norske foretak som ikke tilfredsstillende kravet om kredittvurdering til investment grade hos Moody's eller Standard & Poor's. Når obligasjonene som disse foretakene og bankene utsteder, ikke lenger godkjennes, kan det bli dyrere for dem å ta opp lån i obligasjonsmarkedet.

Effekten for disse utstederne begrenses imidlertid ved at bare en liten andel av obligasjonene de utsteder, pantsettes til fordel for Norges Bank. Ved overgangen til nytt regelverk hadde norske banker utstedt obligasjoner for om lag 90 milliarder kroner som ikke tilfredsstilte kravet til minstevolum. Av disse var 14 milliarder pantsatt til fordel for Norges Bank. Norske foretak hadde utstedt obligasjoner for vel 60 milliarder kroner, og pantsettelsen av slike obligasjoner utgjorde vel 8,2 milliarder kroner. Størstedelen av disse obligasjonene – vel 7,2 milliarder kroner<sup>14</sup> – er dessuten utstedt av foretak som har eller som trolig vil kunne få en tilfredsstillende kredittvurdering, slik at obligasjonene fortsatt kan benyttes som pant.

## 6. Oppsummering

På grunn av et lite obligasjonsmarked har Norges Bank siden 1999 godtatt et bredt spekter av obligasjoner som pant. Dette har bidratt til å lette gjennomføringen av betalingsoppkjørene og pengepolitikken. For Norges Banks risiko har det imidlertid vært uheldig at regelverket har åpnet for obligasjoner som kunne ha begrenset likviditet eller kredittverdighet i perioder med finansiell uro. Dette tilsa at Norges Bank burde gjøre tilpasninger i regelverket når bankenes likviditet ble tilstrekkelig romslig.

Bankenes saldo og låneadgang i Norges Bank har økt gradvis de siste årene. Videre har overgangen fra pålydende verdi til markedsverdier ført til at bankenes låneadgang i Norges Bank er blitt ytterligere styrket. På litt lengre sikt kan dessuten bankenes tilgang på verdipapirer med høy kredittverdighet øke som følge av tilretteleggingen for utstedelse av særskilt sikre obligasjoner i Norge. På bakgrunn av dette har Norges Bank gjennomført enkelte endringer i regelverket for å begrense egen risiko.

Endringene vil ha konsekvenser for bankene som låntakere i Norges Bank. Etter overgangsperioden kan små og mellomstore banker få en viss reduksjon i sin låneadgang. Beregninger Norges Bank har gjort, viser imidlertid at de 100 minste bankene bare trenger å øke sin pantsettelse med 2 milliarder kroner for å opprettholde låneadgangen. Dersom det kvantitative likviditetskravet faller bort, kan det dessuten tenkes at en del banker ikke

<sup>12</sup> Det knytter seg en viss usikkerhet til dette anslaget. For eksempel vil det avhenge av hvilke norske foretak som får tilfredsstillende kredittvurdering hos Standard & Poor's eller Moody's.

<sup>13</sup> Dette avhenger i noen grad av hvor mange norske foretak som skaffer seg kredittvurdering fra Standard & Poor's eller Moody's.

<sup>14</sup> Kilde: Norges Bank og DnB NOR Markets Kredittanalyse.



ser det som nødvendig å opprettholde sin låneadgang på dagens nivå. Samlet sett vil det nye regelverket trolig føre til en svak økning i bankenes låneadgang også etter overgangsperioden.

Regelverksendringen kan få betydning for to typer utstedere. Dette er norske foretak uten tilfredsstillende kredittvurdering og norske banker og kredittforetak eid av norske banker som utsteder obligasjonslån på under 300 millioner kroner. Slike obligasjoner vil ikke lenger godkjennes som pant, og det kan dermed bli dyrere for utstederne å ta opp lån. Effekten av regelverksendringen begrenses imidlertid av at bare en liten andel av disse obligasjonene i utgangspunktet er pantsatt i Norges Bank.

Endringene i regelverket har ført til redusert risiko for Norges Bank. På sikt vil det bli gjennomført flere endringer for å redusere Norges Banks risiko ytterligere. Den viktigste av disse vil trolig bli at kvoten for bankobligasjoner reduseres til et vesentlig lavere nivå enn 35 prosent, men det kan også bli stilt økte krav til norske foretaksobligasjoner.

## Litteratur:

Gerdrup, Karsten R (2004): Norges Banks rolle ved likviditetskriser i finansiell sektor. *Penger og Kreditt nr. 4/2004*.

Andresen, Ingrid og Gerdrup, Karsten R (2004): Kredittrisikooverføring. *Penger og Kreditt nr. 4/2004*.

Kran, Lars-Christian og Grete Øvre (2001): Norges Banks system for å styre renten. *Penger og Kreditt nr. 1/2001*.

Cousseran, Olivier og Rahmouni Iméne (2005): The CDO market, Functioning and implications in terms of financial stability. *Banque de France, Financial Stability Review No 6, 2005*.

BIS 2005: «The role of ratings in structured finance: issues and implications».