

Obligasjoner med fortrinnsrett

- Konsekvenser av en ny finansieringskilde for norske banker

Anette Aaning Hordnes
Lene Asphaug-Hansen

Veileder

Arne Dag Sti

Masteroppgaven er gjennomført som ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

FORORD:

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder. Oppgaven utgjør 30 studiepoeng, og er gjennomført siste semesteret av studiet.

I løpet av studietiden har vi hatt flere interessante fag, men vi har valgt å fordype oss i et tema vi ikke hadde kunnskap om fra studiet da vi oppfattet dette temaet som spennende og lærerikt. Utgangspunktet for denne oppgaven er i hovedsak obligasjoner med fortrinnsrett, et tema vi hørte om på Karrieredagen ved UiA høsten 2012. Etter en samtale med en ansatt i DNB syntes vi dette virket veldig interessant og vi startet å lese oss opp på temaet. Obligasjoner med fortrinnsrett var også veldig aktuelt med tanke på at Finanstilsynet vurderte tiltak for en eventuell begrensning. Samtidig var det flere aspekter ved dette temaet som gjorde det interessant, blant annet bekymringen rundt boligprisveksten i det norske markedet, hvor et kraftig fall i prisene vil påvirke denne finansieringskilden til bankene. Økte boligpriser har vært et tema i mediene de siste årene og dette bidro videre til å gjøre oppgaven enda mer dagsaktuell. Vi ønsket derfor å studere obligasjoner med fortrinnsrett videre, og dette er bakgrunnen for masteroppgavens tema.

Vi vil benytte anledningen til å takke vår veileder på denne oppgaven, professor Arne Dag Sti, som har kommet med gode innspill og tilbakemeldinger. Samtidig vil vi også takke vår biveileder, professor II Bjørn Skogstad Aamo som hjalp oss godt i gang, og har kommet med gode råd og innspill underveis. Vi ønsker også å takke alle respondentene som tok seg tid til å forklare oss nærmere om temaet, og svare på intervjuet vårt. Til slutt vil vi takke hverandre for et godt samarbeid med oppgaven, og alle andre medstudenter, samt Universitetet i Agder, for fem fantastiske studieår.

Kristiansand, juni 2013

Anette A. Hordnes

Lene Asphaug-Hansen

SAMMENDRAG:

Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) er et relativt nytt finansieringsalternativ for norske banker. I 2007 ble det innført et nytt lovverk for obligasjonene som skulle bidra til å øke attraktiviteten blant investorer grunnet bedre sikkerhet. Ved utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett pantsattes boliglån, og investorer har førsterett på disse eiendelene ved konkurs. Det nye lovverket skulle også bidra til blant annet bedre konkurransesituasjon for norske finansforetak, og åpne muligheten for rimeligere og mer langsiktig finansiering for bankene. Obligasjoner med fortrinnsrett kan ses på som et av de sikreste verdipapirene på markedet, og har derfor vært et populært investeringsobjekt i en tid preget av mye finansuro. Bankene har nå pantsatt store deler av sine boliglån for å finansiere seg gjennom slike verdipapirer.

Formålet med denne oppgaven er å undersøke hvor viktig obligasjoner med fortrinnsrett er for bankene og hvordan de har blitt påvirket av denne finansieringskilden. Videre ønsket vi å se om bankene har gått for mye bort fra seniorobligasjoner som finansieringskilde til fordel for obligasjoner med fortrinnsrett. Grunnet bekymring fra myndighetene knyttet til økt grad av pantsetting, ønsket vi også å se på hvordan en begrensning i bruken av denne finansieringskilden ville påvirke bankene.

Vi fant det hensiktsmessig med en kvalitativ undersøkelse hvor respondentene kunne bidra til å øke vår forståelse av temaet, og vi har intervjuet fem banker av ulik størrelse. Det er også benyttet tallmateriale samlet inn fra ulike rapporter, samt bankenes årsrapporter. Vi har besvart problemstillingen med primærdata hentet fra respondentene og sekundærdata fra de ulike rapportene, og trukket frem likheter og forskjeller mellom de ulike bankene.

På bakgrunn av intervjuene som er gjort fant vi at de fleste bankene mener OMF er en viktig finansieringskilde for dem. Dette begrunnes med lav innlånskostnad, tilgang til et større marked, reduksjon av løpetidsgap og at OMF blant mange investorer er mer attraktivt. Dette begrunnes av investorenes høye risikoaversjon og strenge krav til investeringsobjekt.

Store bankkonsern har pantsatt betydelig mer av sine boliglån i forhold til mindre banker, og har derfor utnyttet OMF markedet i større grad. Vi har også sett at de større bankene har en betydelig større aktivaside, og dermed er andelen pantsatte aktiva mot forvaltningskapitalen på lik linje med de mindre bankene. Bankene har ikke mottatt bekymringer fra

seniorinvestorer om redusert kvalitet i restbalansen til morbank på grunn av pantsettelse av eiendeler, og har derfor ikke hatt problemer med å utstede seniorobligasjoner. Utstedelse av seniorobligasjoner er opprettholdt, men i noe lavere grad enn tidligere. Dette vil også være naturlig når det er kommet en ny finansieringskilde på markedet.

En begrensning i bruken av OMF som finansieringskilde var en situasjon bankene ikke hadde satt seg særlig inn i og det var derfor vanskelig å få noen klare svar. Det som ble påpekt var at dette vil føre til høyere innlånskostnader for bankene, som igjen vil resultere i høyere boliglånsrente for bankens kunder. En begrensning av dagens nivå i bruk av OMF vil også kunne føre med seg svekket konkurransefordel for de mindre bankene.

INNHALDSFORTEGNELSE:

FORORD:	I
SAMMENDRAG:	II
INNHALDSFORTEGNELSE:	IV
FIGURLISTE:	VI
TABELLISTE:	VII
1 INNLEDNING:	1
1.1 MOTIVASJON FOR OPPGAVEN:	1
1.2 PROBLEMSTILLING:	1
2 BAKGRUNN:	4
2.1 DET FINANSIELLE SYSTEMET:	4
2.2 FINANSFORETAK:	9
2.3 BANKENS OPPGAVER:	10
2.4 RISIKOSTYRING:	12
2.5 REGULERING AV FINANSFORETAK:	14
2.6 KAPITALSTRUKTUR:	17
2.7 FINANSIERINGSFORMER:	20
2.8 FINANSIELL KRISE:	24
2.9 REGULERINGER:	28
2.10 RATING:	33
3 OBLIGASJONER MED FORTRINNSRETT:	35
3.1 OPPHAV TIL OMF:	35
3.2 COVERED BONDS:	35
3.3 NORSKE OBLIGASJONER MED FORTRINNSRETT:	37
3.4 NORSKE KREDITTFORETAK:	38
3.5 DET NORSKE OG UTENLANDSKE MARKEDET:	40
3.6 SIKKERHETSMASSEN:	40
3.7 INVESTORER:	47
3.8 HENSIKTEN MED OMF:	48
3.9 BEKYMNINGER KNYTTET TIL ØKT PANTSETTING AV AKTIVA:	53
4 METODE:	60
4.1 UNDERSØKELSESDSIGN:	60

4.2 VALG AV METODE:	61
4.3 UTVALG:	62
4.4 INNSAMLING AV DATA:	63
4.5 GJENNOMFØRING AV UNDERSØKELSE:	65
4.6 ANALYSEN:	66
4.7 EVALUERING AV METODE:	66
4.8 SELVKRITIKK:	68
4.9 BEGRENSNING AV OPPGAVEN:	68
5 PRESENTASJON OG DRØFTELSE AV FUNN:	69
5.1 INTERVJUENE:	69
5.2 UTVIKLINGEN AV OMF (OG SENIOROBLIGASJONER):	92
5.2 OBLIGASJONER MED FORTRINNSRETT:	95
5.3 SENIOROBLIGASJONER:	105
5.4 BEGRENSNING:	108
6 AVSLUTNING OG KOMMENTARER:	111
7 LITTERATURLISTE:	117
8.1 INTERVJUGUIDE:	126
8.2 FIGUR 13: ANDEL UTSTEDTE OMF AV FORVALTNINGSKAPITAL.	128
8.3 FIGUR 23: KOSTNAD FOR BANKEN VED BRUK AV OMF OG SENIOROBLIGASJONER.	128

FIGURLISTE:

FIGUR 1: DET FINANSIELLE SYSTEMET	5
FIGUR 2: FORENKLET BANKBALANSE.....	18
FIGUR 3: MARKEDSFINANSIERING, ETTER LÅNEOBJEKT, I PROSENT. OKTOBER 2012.	22
FIGUR 4: AKKUMULERT SIKKERHETSMASSE.	41
FIGUR 5: OPPRINNELIG BELÅNINGSGRAD 50 PROSENT.....	44
FIGUR 6: OPPRINNELIG BELÅNINGSGRAD 75 PROSENT.....	44
FIGUR 7: SIKKERHETSMASSE I ULIKE BANKER FORDELT ETTER BELÅNINGSGRAD (LTV).	45
FIGUR 8: FORDELING AV OMF UTSTEDT I NORGE TIL ULIKE INVESTORGRUPPER.....	47
FIGUR 9: RECOVERY RATE OG ANDEL OMF I FORHOLD TIL TOTAL FORVALTNINGSKAPITAL I BANKER MED ULIK GRAD AV OVERPANTSETTELSE (OC).....	55
FIGUR 10: SPREADS OG ANDEL OMF I FORHOLD TIL TOTAL FORVALTNINGSKAPITAL.....	56
FIGUR 11: UTSTEDTE OMF, FRA 2007 TIL 2012.....	92
FIGUR 12: UTVIKLING I FINANSIERINGSKILDER, FOR BANKER OG OMF-FORETAK, JUSTERT FOR VALUTAINNSKUDD I SENTRALBANKER	93
FIGUR 13: ANDEL UTSTEDTE OMF AV FORVALTNINGSKAPITAL.....	94
FIGUR 14: DNB MARKETS INDIKATIVE PÅSLAG FOR SENIOROBLIGASJONER OG OMF MOT 3 MND. NIBOR OVER FEM ÅR.....	96
FIGUR 15: OBLIGASJONSUTSTEDELSE PER ÅR, BÅDE I NORGE OG UTLAND.....	98
FIGUR 16: OMF FORDELT PÅ LØPETIDER OVER ETT ÅR.....	99
FIGUR 17: SENIOROBLIGASJONER FORDELT PÅ LØPETIDER OVER ETT ÅR.....	99
FIGUR 18: OVERFØRINGER SOM ANDEL AV FORVALTNINGSKAPITAL OG UTLÅN TIL PERSONKUNDER, PER 31.12.2012.....	101
FIGUR 19: BOLIGLÅN OVERFØRT TIL KREDITTFORETAK.....	102
FIGUR 20: GRAD AV OVERPANTSETTELSE, PER 31.12.2012.....	103
FIGUR 21: ESTIMERT OVERFØRINGSANDEL SOM ANDEL AV UTLÅN TIL PERSONKUNDER.....	104
FIGUR 22: GJENNOMSNIITTLIGE RISIKOPÅSLAG PÅ NY OG UTESTÅENDE OBLIGASJONSGJELD FOR NORSKE BANKKONSERN. BASISPUNKTER. MÅNEDSGJENNOMSNITT. JANUAR 2006 TIL FEBRUAR 2013.....	107
FIGUR 23: EKSEMPEL PÅ ENDRINGER I KOSTNAD FOR HYPOTETISK BANK VED BRUK AV OMF OG SENIOROBLIGASJONER.....	109

TABELLISTE:

TABELL 1: OMF-FORETAK PER 30.06.2012. TALL I MILLIONER KRONER.....	38
TABELL 2: EIERANDELEN TIL DE ULIKE AKTØRENE I VERD BOLIGKREDITT.	87
TABELL 3: VIKTIGHET VED BRUK AV OMF.	95
TABELL 4: RATEDE BOLIGKREDITTFORETAK.	96
TABELL 5: KLARE REGLER INTERNT PÅ MENGDE BOLIGLÅN SOM KAN OVERFØRES TIL BOLIGKREDITTFORETAK.....	100
TABELL 6: KOSTNADSENDRING PÅ SENIOROBLIGASJONER SOM FØLGE AV INNFORING AV OMF.....	105
TABELL 7: ØKTE KRAV FRA SENIORINVESTORER SOM FØLGE AV REDUSERT BALANSE I MORBANK.....	105
TABELL 8: BANKENS BEKYMRING I HENHOLD TIL BEGRENSTING I BRUK AV OMF.	108
TABELL 9: KONJUNKTURBEGRENSTING.	110

1 INNLEDNING:

I dette kapitlet vil vi presentere motivasjonen for valg av tema. Videre presenteres problemstillingen, og avslutningsvis vil oppgavens struktur bli gjennomgått.

1.1 Motivasjon for oppgaven:

Etter å ha blitt gjort oppmerksom på obligasjoner med fortrinnsrett var dette et tema vi raskt fattet interesse for. Dette var et nytt og dagsaktuelt tema som ikke er pensum på UiA, men som likevel ble en viktig motivasjonsfaktor for oss. For å oppnå en bredere kompetanse ønsket vi å skrive om noe vi ikke hadde kunnskap om fra før.

For å få en best mulig forståelse av hvordan obligasjoner med fortrinnsrett virker som en finansieringskilde for banker, ønsket vi å sette oss inn i hvordan banksektoren fungerer som en del av det finansielle systemet. Videre måtte vi lære mer om banksektoren, deriblant hvilke oppgaver den har, hvilke reguleringer den er underlagt og hvilke finansieringsformer som brukes.

I tillegg har samtlige vi kontaktet angående obligasjoner med fortrinnsrett som tema vært veldig positiv, og dette har bidratt til at motivasjonen har økt betraktelig til å skrive en oppgave om nettopp dette. At Bjørn Skogstad Aamo sa seg villig til å være vår biveileder på oppgaven var også en inspirasjon, da han har mye kunnskap om dette temaet.

1.2 Problemstilling:

Problemstillingen vår ble til etterhvert som vi lærte mer om obligasjoner med fortrinnsrett som tema. OMF er blitt en stadig mer brukt finansieringskilde for banker etter at det nye lovverket kom på plass i 2007. Vi ønsket å se på hvor viktig denne finansieringskilden er for bankene, og hvilke faktorer som ligger bak. I en tid der markedet har vært preget av mye uro, har OMF blitt sett på som et av de sikreste investeringsobjektene som finnes på markedet, og etterspørselen etter OMF har dermed vært høyere enn etter mer usikre investeringsobjekter.

Vi ønsket derfor å se på hvordan dette hadde påvirket seniorobligasjonsmarkedet, der obligasjonene har større risiko.

Det har også vært fremstilt flere bekymringer både fra Finansdepartementet og europeiske myndigheter om at banker pantsetter for stor andel av sine aktiva som konsekvens av økt bruk av OMF. Bekymringene går i hovedsak på om fleksibiliteten i banken blir lavere, økt risiko for usikrede investorer og om økt bruk av OMF kan lede til prosyklikalitet¹. Enkelte andre land har innført begrensninger på hvor mye av aktiva på bankens balanse som kan pantsettes. Vi ønsket å se hva en begrensning i bruk av OMF kunne lede til for norske banker.

Problemstillingen vår ble som følger:

Hvor viktig er obligasjoner med fortrinnsrett for bankene, og har de gått for mye bort i fra seniorobligasjoner som finansieringskilde? Hvordan vil bankene bli påvirket av en eventuell begrensning?

1.3 Oppgavens struktur:

Innledningsvis starter kapittel 1 med en beskrivelse av motivasjonen og problemstillingen, samt denne presentasjonen av oppgavens struktur. Dette gjøres for at leseren skal få en forståelse av oppgavens fokusområde.

Kapittel 2 gir bakgrunnsinformasjon om det finansielle systemet og banksektoren. I tillegg presenteres andre forhold som har betydning for oppgavens tema, som reguleringer, den finansielle krisen og rating.

Kapittel 3 gir en beskrivelse av hva obligasjoner med fortrinnsrett er, samt en beskrivelse av hensikten med innføringen av det nye lovverket og de bekymringer som er vist i henhold til økt bruk av OMF.

Kapittel 4 viser i korte trekk metodedelen av oppgaven. Her forklares hvordan arbeidet med oppgaven har foregått.

¹ Forsterkning av økonomiske sykluser som følge av adferd i finanssektoren (Aamo, 2010).

I kapittel 5 presenteres intervjuene vi har foretatt, samt en drøftelse rundt svarene vi fikk med utgangspunkt i problemstillingen.

Oppgaven avsluttes i kapittel 6 med avslutning og kommentarer, samt forslag til videre arbeid.

2 BAKGRUNN:

I denne delen av oppgaven gis leser et innblikk i det finansielle systemet, banksektoren og forhold som har betydning for oppgavens tema.

2.1 Det finansielle systemet:

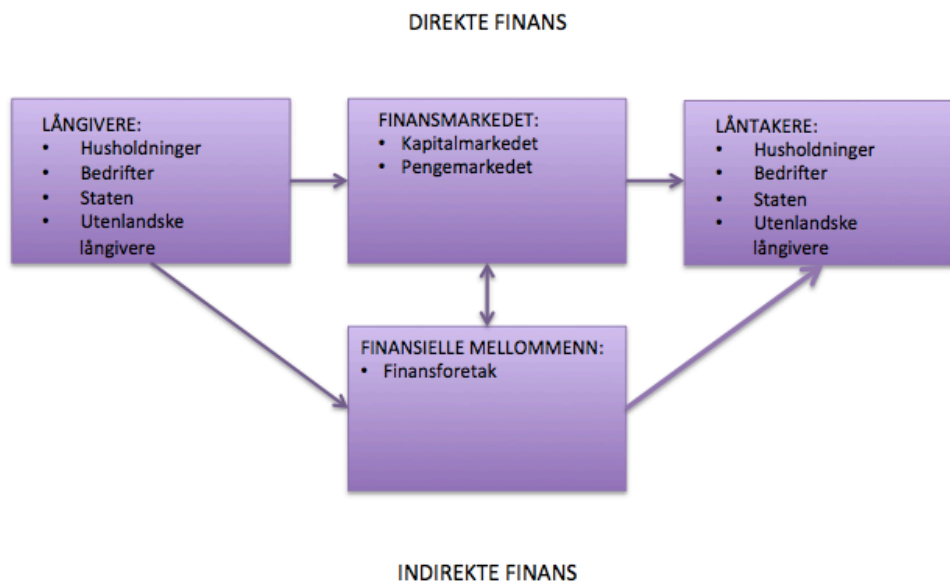
En sunn og velfungerende økonomi krever et finansielt system som sikrer optimal allokering av kapital. En av de viktigste oppgavene til det finansielle systemet er at kapitalen fra långivere kan flyttes til individer med produktive investeringsmuligheter, slik at man oppnår økonomisk effektivitet (Mishkin, 2013). Det finansielle systemet består av fire viktige enheter: låntakere, långivere, finansforetak og finansmarkeder.

Låntakere kan beskrives som aktører som har behov for midler til konsum og investeringer, og kan være husholdninger, bedrifter, staten eller utenlandske låntakere. Disse aktører kan også beskrives som *långivere* om de er i en situasjon der de har oppsparte midler.

Finansforetak er en fellesbetegnelse for institusjoner som driver en form for virksomhet som defineres som finansieringsvirksomhet (NOU 2011: 8, 2011). Dette kan være forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak og kredittforetak. Vil komme nærmere tilbake til dette i kapittel 2.2 Finansforetak.

Finansmarkedet har en viktig samfunnsøkonomisk funksjon, og spiller en viktig rolle for den økonomiske utviklingen både nasjonalt og internasjonalt. Uten et slikt marked, vil det være vanskelig å overføre midler fra en person som ikke har investeringsmuligheter, til en annen som har det. Et finansmarked kan beskrives som et bindeledd mellom låntakere og långivere, og bidrar til å utnytte samfunnsøkonomiske ressurser på en best mulig måte. Finansmarkedet kan deles inn i to; et kapitalmarked og et pengemarked. Kapitalmarkedet har som oppgave å fremskaffe kapital og omplassere risiko. Dette gjøres hovedsakelig ved utstedelse, plassering og handel med finansielle instrumenter med løpetid over et år, som verdipapirer, valuta og derivater. Pengemarkedet beskrives som et marked for fordringer med løpetid inntil et år (Norges Bank, 2004).

Figur 1: Det finansielle systemet



Kilde: (Europeiska Centralbanken, 2013).

I figur 1 ser vi at det er to former for kapitalflyt mellom långivere og låntakere. Ved *direkte finans*, vil man oppnå en kapitalflyt fra långivere til låntakere ved at låntakere utsteder finansielle instrumenter, som långivere kjøper. Dette gir da långiver et krav på låntakers fremtidige inntekter eller eiendeler, gjennom for eksempel aksjeutbytte eller kupongrenter². Långiver kan videreselge disse instrumentene, om han får bruk for sine oppsparte midler. Direkte finans går gjennom kapital- eller pengemarkedet.

Ved *indirekte finans* benyttes finansforetak, for eksempel banker, som finansielle mellommenn. Långiverne setter da et innskudd i banken, som banken så låner ut til låntakerne. Vi vil komme nærmere tilbake til dette i kapittel 2.3.1 om løpetidtransformasjon. For husholdninger vil indirekte investeringer i finansmarkedet være best, da det kan være vanskelig for långivere å finne låntakere som de er villige og i stand til å låne til, og for låntakere å finne långivere som er villige til å gi dem lån. Videre vil provisjonen en husholdning må betale være stor i forhold til investeringen. Denne kostnaden vil være spesielt høy om man prøver å diversifisere seg for å redusere risiko. Finansforetak har derfor utviklet

² En kupongrente er en fast rente, som tilhører obligasjonen. Eieren mottar et avtalt rentebeløp i løpet av løpetiden, men pålydende blir ikke tilbakebetalt før ved forfall. Det hender også at obligasjonslån legges ut for salg uten rente, og slike obligasjoner kalles nullkupong. Disse legges ut til et lavere beløp enn pålydende (Bredesen, 2005).

seg for å bringe långivere og låntakere sammen. Indirekte finans er en viktigere kanal for kapitalflyt enn direkte finans, grunnet den store betydningen som transaksjonskostnader og asymmetrisk informasjon utgjør i finansmarkedene (Hubbard & O'Brien, 2012).

2.1.1 Transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader defineres som ”kostnadene av en handel eller veksling, for eksempel, en provisjon som blir belastet ved kjøp eller salg av en finansiell eiendel” (Hubbard & O'Brien, 2012). Ofte vil transaksjonskostnadene være så store at det ikke er lønnsomt for verken långiver eller låntaker å gjennomføre lånet direkte. Dette er en av årsakene til at finansforetak har blitt etablert, og er en viktig del av det finansielle systemet. Finansforetak kan redusere transaksjonskostnadene, og være med på å hjelpe husholdninger/småinvestorer til å dra nytte av finansmarkedet (Mishkin & Eakins, 2012). En nærmere beskrivelse av dette vil komme i kapittel 2.3 om bankens oppgaver.

2.1.2 Asymmetrisk informasjon:

Finansmarkeder er trolig den mest komplekse og viktigste typen marked innenfor moderne økonomi. Ofte vil en part på et marked vite mer enn den andre part, og det foreligger asymmetrisk informasjon. Dette kan også defineres som *skjult informasjon*. Uten informasjon kan det være vanskelig for den andre part å gjennomføre en god transaksjon. Et eksempel på dette kan være at en låntaker vet mer om framtidsutsikter og risiko forbundet med lånet, enn långiver gjør (Bernhardsen & Larsen, 2003). Dette kan føre til to problemer; ”adverse selection” og ”moral hazard”.

2.1.2.1 Adverse selection:

Adverse selection kan defineres som et problem som oppstår før man utfører en transaksjon (Hubbard & O'Brien, 2012). Et prosjekt kan finansieres med egenkapital eller lån. Dersom et investeringsprosjekt er risikabelt, vil investoren ønske å finansiere mest mulig av prosjektet med lån for å begrense risikoen han selv påtar seg gjennom egenkapitalen. Problemet oppstår ved at de som er mest aktiv i å skaffe seg lån, er de med størst sannsynlighet for mislighold av lånet. Dermed øker sjansene for at de som tilbys lån, er de som misligholder det (Mishkin, 2013). Dette kan igjen føre til at långivere bestemmer seg for å ikke gi lån, da det vil være en

risiko for at de vil tape penger på det. For å løse problemet med adverse selection i finansmarkedet, må man fjerne den asymmetriske informasjonen. Mishkin and Eakins (2012) viser til at dette muliggjøres ved å gi långivere mest mulig og nøyaktig informasjon om låntakere som ønsker å få finansiert sine prosjekter. Dette kan gjøres ved bruk av tre forskjellige metoder:

- **Privat produksjon og salg av informasjon:**
Ratingselskaper er private bedrifter, som samler og produserer informasjon som skiller gode og dårlige låntakere fra hverandre. Denne informasjonen selges så til långivere, som finansforetak og andre investorer. Metoden løser ikke problemet med adverse selection helt, da det finnes såkalte ”gratispassasjerer”³. Dette gjør at det blir produsert for lite informasjon i markedet, og adverse selection vil fortsette å hindre et velfungerende finansmarked.
- **Offentlig regulering for å øke informasjonen:**
Myndighetene kan ved regulering av verdipapirmarkedene oppmuntre låntakere til å offentliggjøre sann informasjon om seg selv, slik at långivere og investorer lettere kan avgjøre hvem som er pålitelige låntakere. Dette har redusert problemet med adverse selection, men fortsatt viser det seg at upålitelige bedrifter har insentiver til å holde tilbake negativ informasjon om seg selv.
- **Finansforetak:**
Finansforetak er på grunn av sin ekspertise flinke til å produsere informasjon om låntakere. Det er viktige vurderinger som blir gjort, for å skille mellom høy og lav sannsynlighet for mislighold av lånekontrakter. For en bank vil dette også være viktig for å ha tillit fra långivere, som banken låner penger fra.

2.1.2.2 Moral hazard:

Moral hazard er et asymmetrisk informasjonsproblem som oppstår *etter* at transaksjonen er gjennomført. I finansielle marked kan moral hazard ses på som risikoen for at låntakeren skal utføre handlinger som fra långiverens side er uønsket. Et eksempel kan være at låntakeren vil investere i et prosjekt med høy risiko for å oppnå høy avkastning. Årsaken til at låntakeren vil

³ Problemet med gratispassasjerer oppstår når noen drar nytte av informasjonen som andre har betalt for.

gjøre dette, er at avdraget på lånet er et fast beløp som er uavhengig av avkastningen på investeringen han gjør. Om investeringen går bra, sitter han igjen med hele overskuddet, fratrukket avdraget på lånet. Låntakeren har insentiver til å ta høyere risiko for å oppnå høyere overskudd, når pengene er lånt. Dette kan føre til at sannsynligheten for at lånet betales tilbake reduseres, og mange långivere vil derfor ikke ønske å låne ut penger. Mishkin and Eakins (2012) nevner også her tre metoder for å redusere problemene moral hazard utgjør:

- **Egenkapital eller pant:**

Risikoen for uønsket adferd etter utlån vil reduseres om låntakeren må finansiere en relativt stor del av investeringen med egenkapital eller et panteobjekt. Om investeringen mislykkes vil låntakeren ha mye å tape selv, og vil dermed være mer tilbakeholden i prosjekter med høy risiko. Jo høyere andel av egenkapital eller verdien på panteobjektet er, jo mer reduseres problemet med moral hazard.

- **Overvåking og restriksjoner:**

Långiver kan legge inn restriksjoner i lånekontrakten med låntaker for å redusere problemet med moral hazard. Restriksjonene kan være med på å oppmuntre til ønsket adferd, eller gjøre det vanskeligere å gjennomføre uønsket adferd. Långiver kan så overvåke om handlingene til låntaker er i tråd med restriksjonene som er satt. Da det er vanskelig for långiver å vite hvilke handlinger låntaker kan utføre, er det umulig å få med nok restriksjoner i lånekontrakten. Et annet problem er at en slik overvåking vil være kostbart for långiver, og man vil kunne oppleve ”gratispassasjerer”. Om en långiver vet at andre långivere overvåker en låntakers handlinger, vil han tenke at han ikke behøver å gjøre dette selv. Andre långivere vil typisk tenke det samme, og man kan havne i en tilstand der det ikke er tilstrekkelig med overvåking, og moral hazard vil oppstå.

- **Finansforetak:**

Finansforetak har evnen til å unngå problemet med ”gratispassasjerer” knyttet til overvåking og restriksjoner, så lenge de primært utsteder private lån. Dette vil redusere problemet med moral hazard, og dette viser igjen hvorfor finansforetak utgjør en viktig rolle i det finansielle systemet.

2.2 Finansforetak⁴:

I Norge står finansforetak for mesteparten av kapital- og betalingsformidlingen. Bankene styrer betalingssystemene, og er de eneste aktørene på markedet som kan ta imot innskudd fra allmennheten. Det er også bankene som står for den største andelen av utlånene i Norge, selv om det også finnes andre finansforetak som opererer med utlån.

Finansforetak er regulert i lov om finansinstitusjoner og finansieringsvirksomhet, og i særlover for de enkelte typer finansforetak. I tillegg er forhold rundt aktivitetene finansforetak driver med, regulert av lover og forskrifter. I 1990 ble det oppnevnt et offentlig utvalg, *Banklovkommisjonen*, for å gjennomgå finansinstitusjons – og kredittlovgivningen med sikte på modernisering, samordning og revisjon (Norges Bank, 2004).

2.2.1 Banker:

Forretning- og sparebanker skiller seg ut fra andre typer finansforetak, da de har enerett til å motta innskudd fra allmennheten. En bank kan utføre alle vanlige bankforretninger og banktjenester, men ikke drive næringsvirksomhet utenfor det som er vanlig bankdrift.

En forretningsbank, også omtalt som morbank, kan kun stiftes som aksjeselskap (eller allmennaksjeselskap), i motsetning til en sparebank. Sparebanker har vanligvis vært organiserte som selveide stiftelser, der egenkapitalen hovedsakelig har bestått av tidligere års tilbakeholdte overskudd. I 1987 fikk sparebankene tillatelse til å hente egenkapital i markedet, ved å utstede grunnfondsbevis, som i 2009 skiftet navn til egenkapitalbevis. En årsak til dette var å gi finansforetak, som ikke er organiserte i form av aksjeselskap, tilgang til å hente egenkapitalinstrument som på markedet er likestilt med aksjer (NOU 2009: 2, 2009).

2.2.2 Finansieringsforetak:

Kredittforetak og finansieringsselskaper går under fellesbetegnelsen finansieringsforetak. Slike foretak kan drive finansieringsvirksomhet og annen virksomhet som naturlig henger sammen med finansiering. Kredittforetak defineres som ”foretak hvis virksomhet består i å motta andre tilbakebetalingspliktige midler enn innskudd fra allmennheten og å yte lån eller

⁴ Banklovkommisjonen har foreslått finansforetak som en ny fellesbetegnelse for finansinstitusjoner, og derfor vil finansinstitusjoner bli omtalt som finansforetak i oppgaven.

annen kreditt for egen regning” (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988a), altså en kredittinstitusjon som ikke er bank. Kredittforetakene gir langsiktige lån, og finansierer hovedsakelig virksomheten med obligasjonslån. Finansieringsselskaper gir hovedsakelig kortsiktig kreditt innenfor leasing eller leiefinansiering, faktoring, gjeldsbrevlån til næringslivet og forbrukergjeld, ofte i tilknytning til kredittkort. Virksomheten finansierer seg hovedsakelig gjennom kortsiktige innlån (Norges Bank, 2004).

2.2.2.1 Boligkredittforetak:

Etter at de nye lovendringene i finansieringsvirksomhetsloven trådte i kraft i juni 2007, fikk norske banker mulighet til å overføre særskilt sikre boliglån til egne kredittforetak. Dette skulle bidra til å øke den langsiktige finansieringen, og dermed redusere likviditetsrisikoen til bankene. Disse kredittforetakene kalles boligkredittforetak. Vi vil komme nærmere inn på boligkredittforetak i kapittel 3.4.

2.3 Bankens oppgaver:

En banks virksomhet kan deles inn i tre hovedoppgaver: løpetidstransformasjon, håndtering av usikkerhet og risiko, og behandling av informasjon. Asymmetrisk informasjon er årsaken til oppgaven knyttet til informasjonsbehandling.

2.3.1 Løpetidstransformasjon:

En långiver og låntaker har vanligvis ulike behov i forhold til hvor store beløp som skal lånes eller spares, samt hvor lenge de ønsker å binde seg. I forbindelse med kjøp av bolig eller produksjonsutstyr, kan låntakeren ha et stort og umiddelbart behov for kapital.

Tilbakebetalingen av denne kapitalen er gjerne spredt over flere år, og låntakeren har derfor behov for et lån med lang løpetid. Långiveren foretrekker å ha muligheten til rask tilgang til kapitalen, i tillegg til at beløpet en långiver har, ofte er betydelig mindre enn lånebehovet til låntakerne. Her kommer finansforetakene inn som en viktig aktør, i hovedsak bankene. De kan tilby låntakerne et lån av ønsket størrelse og løpetid, samtidig som de kan garantere at långivere får umiddelbar tilgang til sparepengene sine. Långivere oppfører seg mer forutsigbart som en gruppe enn enkeltvis, og dette danner grunnlaget til at bankene kan

handle slik. Erfaringsmessig er det lite sannsynlig at alle långiverne vil kreve pengene sine tilbake samtidig, selv om det har vært tilfeller der nettopp det har skjedd⁵. Bankene kan med statistiske beregninger forutsi hvor mye de må regne med å ha disponibelt for utbetaling til långiverne, og når slike utbetalinger vil skje. Videre kan bankene tilpasse forfallsstrukturen på sin egen finansiering, slik at løpetiden på finansieringen tilpasses løpetiden på utlånene. For at långivere skal ha tillit til bankene, er det avgjørende at pengene de har satt inn er tilgjengelige, samt at de tjener en rente (Norges Bank, 2004). Dette er forsterket gjennom innskuddsgarantiordningen, som vil forklares nærmere i 2.7.1.1.

2.3.2 Håndtering av usikkerhet og risiko:

Da det er en risiko for at låntaker misligholder lånet, slik at långiver kun får tilbake deler eller ingenting av beløpet de har lånt ut, er det knyttet en usikkerhet til å låne penger ut direkte til andre aktører. Det er derimot få långivere som har betenkeligheter med å låne pengene sine ut til banker, i form av innskudd, da Bankenes sikringsfond i Norge garanterer for innskudd fra allmennheten inntil to millioner kroner per bank man har konto i⁶ (Bankenes sikringsfond, 2013). En annen årsak er at bankene er underlagt reguleringer som har til hensikt å sikre långivernes innskudd. Blant annet er det regulert en begrensning på hvor stor eksponering et finansforetak kan ha mot en enkeltkunde og flere store motparter. Dette bidrar til at risikoen for store tap i finansforetak reduseres, ved at man diversifiserer seg med mange små lån til ulike kunder (Norges Bank, 2004). Dette har sammenheng med at indirekte finans som regel har en mer framtrødende rolle enn direkte finans.

2.3.3 Behandling av informasjon:

Banken kan oppnå stordriftsfordeler når det gjelder innhenting og behandling av informasjon, kredittvurdering og utforming av kontrakter. Gjennom det store antallet lånetransaksjoner en bank er involvert i, kan man ved å benytte en standard lånekontrakt, redusere transaksjonskostnaden for hvert lån (Hubbard & O'Brien, 2012).

Stordriftsfordelene ved bankvirksomhet kan være med på å redusere omfanget av asymmetrisk informasjon, som er beskrevet tidligere. Banker kan også få tilgang til

⁵ I mars 2013 stormet folk til bankene på Kypros for å ta ut sparepengene sine, etter at det ble klart at man måtte betale skatt på innskudd som følge av den finansielle krisen (theguardian, 2013).

⁶ Innskuddsgarantiordningen

informasjon om eksisterende og potensielle kunder, som kundene ikke er villige til å gi til en tilfeldig långiver (Norges Bank, 2004). Denne informasjonen kan bankene bruke til å dele de potensielle låntakerne inn i grupper for pålitelige og upålitelige låntakere, og deretter formulere lånekontrakter som gjør at sannsynligheten for mislighold blir lavere. Tradisjonelt gir bankene kun lån til pålitelige låntakere, slik at de får en høyere avkastning på utlånene enn renten de må betale på långivernes innskudd. Dette skaper en profitt, som oppmuntrer bankene til å involvere seg i produksjonen av informasjon. Bankene unngår også gratispassasjerer, da de tilbyr private lån istedenfor å handle verdipapirer som er omsatt i det åpne markedet (Hubbard & O'Brien, 2012). Da et privat lån ikke er omsatt i markedet, kan ikke andre investorer kopiere bankens handlinger og by opp prisen på lånet til det nivået hvor bankene ikke oppnår noen fortjeneste på informasjonen de har produsert.

2.4 Risikostyring:

En av bankens oppgaver er som nevnt tidligere styring og forvaltning av risiko. Banken utsettes gjennom sine finansieringskilder for flere risikotyper. Risiko kan også oppstå grunnet manglende eller sviktende interne rutiner, eller som følge av endringer av markedsmessige forhold. God risikostyring og risikokontroll vil derfor være en forutsetning for å kunne øke verdiskapningen internt i banken. I vår oppgave vil vi se på hvordan OMF har påvirket banken, blant annet hvordan dette har hjulpet likviditeten. Hovedvekten vil derfor være på likviditetsrisiko ved forklaring av de ulike risikotypene.

Banken er blant annet utsatt for risikotyper som kredittrisiko, markedsrisiko, likviditetsrisiko, operasjonell risiko og forretningsrisiko. Felles for samtlige av risikotypene, er at de henger sammen med hverandre. Det vil si at risiko innenfor en gruppe, kan skape risiko i en av de andre gruppene. For eksempel kan bankens likviditetsrisiko påvirkes av hvilket risikonivå de andre risikogrupper har. Vi vil derfor under forsøke å kartlegge sammenhengen mellom likviditetsrisikonivået i forhold til samtlige andre risikogrupper banken er eksponert for.

2.4.1 Likviditetsrisiko:

Norges Bank (2010) beskriver likviditetsrisiko som risiko knyttet til forskjell i løpetid mellom bankers aktiva og passiva. En mer generell definisjon går på at banken ikke klarer å innfri

sine forpliktelser ved forfall, eller klarer å finansiere ønsket vekst og utvikling (KPMG, 2013b). Da banken låner inn penger mer kortsiktig enn de låner ut, dannes det et løpetidsavvik, og likviditetsrisiko går blant annet ut på risikoen rundt dette avviket.

2.4.2 Kredittrisiko:

Kredittrisiko er risiko for tap som skyldes at bankens motparter eller kunder ikke er i stand til å oppfylle sine betalingsforpliktelser ovenfor banken (DNB, 2011). Selv om det oppstår mislighold fra låntakere, er det ikke gitt at banken opplever et tap. Så lenge verdien av den underliggende sikkerheten som banken har fått ved en kontraktinngåelse er tilstrekkelige til å dekke krav ved eventuelle mislighold, vil det ikke være et tap (Hubbard & O'Brien, 2012). Siden utlån er den største aktivaposten på bankens balanse, vil kredittrisiko primært skyldes utlånsvirksomhet. Dersom det oppstår utlånstap i forbindelse med kunder som ikke er i stand til å betjene sitt lån ved forfall, vil dette kunne påvirke likviditetsrisikoen i negativ retning.

2.4.3 Markedsrisiko:

”Markedsrisiko er risikoen for at aktiva taper seg i verdi som følge av svingninger i markedsprisene” (Syversten, 2003). Denne risikoen oppstår som følge av bankens usikrede transaksjoner og eksponering i valuta-, rente-, råvare- og egenkapitalmarkedene (DNB, 2011). Ved store endringer, kan dette bety store endringer i resultatet for banken, både positivt og negativt. Ved negative forhold, kan dette føre til at banken får betalingsproblemer, og dermed økt likviditetsrisiko.

2.4.4 Operasjonell risiko:

Operasjonell risiko defineres som ”risiko for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser” (Finansdepartementet, 2005). Operasjonell risiko kan blant annet være at kredittsvake kunder får innvilget lån som de i utgangspunktet ikke har mulighet til å betjene. Dette vil da være med på å øke kredittrisiko til banken, og dermed likviditetsrisikoen.

2.4.5 Forretningsrisiko:

”Forretningsrisiko er risiko for tap som oppstår på grunnlag av endringer i eksterne forhold som markeds situasjonen eller myndighetenes reguleringer” (DNB, 2011). En høy forretningsrisiko vil kunne være med på å påvirke likviditetsrisikonivået til bankene.

2.5 Regulering av finansforetak:

2.5.1 Finansiell stabilitet:

Finansiell stabilitet er definert som at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien. Det vil si at for eksempel banker kan formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte, til tross for både lav- og høykonjunkturer (Norges Bank, 2004). Tidligere studier viser at det er i perioder med sterk vekst i kreditt og aktivpriser at grunnlaget for finansiell ustabilitet bygger seg opp (Kaminsky & Reinhart, 1996). Det kan oppstå kriser i det finansielle systemet som ikke påfører systemet som helhet risiko, og i en dynamisk markedsøkonomi vil slike kriser være nødvendige. Et robust og stabilt finansielt system betyr blant annet at finansforetak har gode sikringer mot tap, og at de har retningslinjer som fungerer og overholdes selv i turbulente tider (Norges Bank, 2004).

Den globale og finansielle integrasjonen har ført til at mange store finansforetak kan utføre både innlån og utlån på internasjonale markeder. Balansen til store bedrifter og banker har stor internasjonal eksponering, i større grad enn tidligere, noe som også tvinger foretak til å ta hensyn til den finansielle situasjonen i utlandet (Olli, Stéphane, & Fadi, 2010). Som Finansminister Sigbjørn Johnsen (2013) uttalte på Valutaseminaret er finansmarkedene internasjonale, men når store markeder feiler, vil det også bli konsekvenser for Norge. Det er derfor viktig for Norge at det er gode internasjonale regler, samtidig som Norge selv har god nasjonal forankring. Et sitat fra sentralbanksjefen i Bank of England, Mervyn King lyder slik:

”Banks are global in life and national in death”.

To tredjedeler av medlemslandene i International Monetary Fund (IMF) har hatt betydelige problemer i sine banksystem de siste 25 årene, og har på samme tid brukt mer enn 10 prosent

av sin BNP⁷ på å forsøke å løse problemet. Bankkriser er med andre ord ikke uvanlige, og fører med seg omfattende kostnader (Wagner, 2007).

Tidligere studier viser at kriser i banksystemet har blitt forklart med likviditeten i bankens gjeld. Da bankinnskudd er svært likvide, og kan trekkes tilbake når som helst, kan dette gi opphav til såkalte ”bank runs⁸”, noe som igjen kan lede til kostbar avvikling av aktiva for bankene. Etter innføringen av innskuddsgarantiordningen har dette derimot vist seg å ha mindre betydning for bankens likviditetsrisiko (Wagner, 2007).

Den økonomiske krisen mellom 2007 og 2009 viste at vanlige markedsmekanismer svikter når sentralbanker blir den viktigste kilden til likviditet. Tilgangen på markedsfinansiering tørket inn, samtidig som bankene ikke hadde tilstrekkelig likvide eiendeler til å klare seg uten ny finansiering (Syed, 2010). Dette understreker den sterke koblingen mellom bankenes likviditetsrisiko og likviditeten i markedet, som vil si evnen til å konvertere eiendeler til kontanter til en gitt pris på kort tid (Kindleberger & Aliber, 2011).

2.5.2 Regulering av banksektoren:

Finansmarkedene, og da bankene spesielt, er mer regulert og overvåket enn andre næringer, som følge av hensynet til finansiell stabilitet. Årsaker til dette kan være som følger:

- Dersom det er tvil om soliditeten til en bank, eller om en bank går konkurs, vil smitteeffektene til andre aktører og markeder ha langt større realøkonomiske konsekvenser, sammenlignet med andre næringer. Store uttak av innskudd kan virke svekkende på betalingssystemets tillitt, og problemene i en bank kan fort spre seg til andre banker via internbankmarkedet.
- De offentlige kostnadene kan bli store dersom en eller flere banker må reddes.
- Langtidseffektene på sparing og investeringer kan påvirke den økonomiske veksten negativt, om det er mangel på tillit til finansinstitusjoner (Norges Bank, 2004).

⁷ Bruttonasjonalprodukt (BNP) er en indikator for samlet verdiskapning i et land, og gir uttrykk for opptjent bruttoinntekt fra innenlandsk produksjonsaktivitet (Statistisk Sentralbyrå, 2013)

⁸ ”Bank runs” oppstår når kundene i en bank mister tilliten til banken, og de tar ut pengene sine så raskt som mulig i frykt for å miste dem.

- Da innskuddskunder får dekt tap gjennom bankenes sikringsfond, har ikke kundene insentiv til å overvåke bankenes risikotaking. Da kundenes innskudd uansett er sikret, får bankene dermed insentiv til å ta høyere risiko (Bankenes sikringsfond, 2013).

I Norge er arbeidet med å sikre finansiell stabilitet delt mellom Finansdepartementet, Finanstilsynet og Norges Bank. Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for det finansielle systemet, og fordeler ansvaret mellom Finanstilsynet og Norges Bank.

2.5.2.1 Finansdepartementet:

Finansdepartementet har en rekke oppgaver i forhold til finansmarkedene. En grunnleggende målsetning er å legge forholdene til rette for et stabilt og effektivt system for betaling og kapitalallokering. Som nevnt tidligere er finansmarkedene blitt mer internasjonalisert, og det har dermed vært et forsterket behov for tilrettelegging av finansnæringens rammebetingelser. EØS-avtalen⁹ er implementert i norsk rett gjennom en rekke lover og forskrifter, og er grunnlaget for Finansdepartementets regulering av næringen (Finansdepartementet, 2012).

2.5.2.2 Finanstilsynet:

Finanstilsynet har det utøvende forvaltningsansvaret for tilsyn med finansforetak i Norge. Hovedoppgaven er å sørge for at finansforetakene følger de lover og rammeverk som er satt for finansmarkedene. Finanstilsynet praktiserer tilsynet ved blant annet inspeksjoner og innhenting av rapporter om kapitalforhold, og er et rådgivende organ for Finansdepartementet (Finansdepartementet, 2012; Finanstilsynet, 2009).

2.5.2.3 Norges Bank:

Norges Bank oppgaver og ansvar i forhold til finansiell stabilitet er regulert i sentralbanklovens §§ 1 og 3, som sier at banken skal ”fremme et effektivt betalingssystem innenlands og overfor utlandet”, og ”Banken skal underrette Finansdepartementet når det etter bankens oppfatning er behov for tiltak av penge-, kreditt- og valutapolitisk karakter av andre enn banken”. Dette vil blant annet si at Norges Bank har en rolle som långiver i siste instans. Når etterspørselen etter likviditet ikke kan møtes fra alternative kilder, kan sentralbanken

⁹ EØS-avtalen gir Norge de samme rettigheter og plikter som andre EØS-land, blant annet når det gjelder bank- og forsikring. Avtalen baserer seg på et felles regelverk som praktiseres likt av medlemsstatene i EU og EØS (Europaportalen, 2012).

tilføre ekstraordinær likviditet til enkeltinstitusjoner i finansiell sektor eller til banksystemet. Videre skal sentralbanken fremme prisstabilitet gjennom pengepolitikken, og drive en effektiv og betryggende porteføljestyring av Statens pensjonsfond – Utland, bankens egne valutareserver og Statens petroleumsforsikringsfond (Norges Bank, 2012).

2.5.2.4 Internasjonal regulering:

Da finansmarkedene blir mer internasjonale og integrerte, øker viktigheten av å sikre like konkurransevilkår, komme med tiltak som kan redusere sårbarhet og risiko, i tillegg til å ha beredskap for kriser i internasjonale finansforetak. Finanskrisen viste hvordan sårbarhet kan bygges opp i det finansielle systemet selv om finansforetakene hver for seg fremstår som solide.

2.6 Kapitalstruktur:

Teori om kapitalstruktur forklarer hvordan bedrifter velger sammensetninger av gjeld og egenkapital for å finansiere deres drift.

2.6.1 Pecking-order theory:

Pecking-order teorien er en teori med bakgrunn i problemet med asymmetrisk informasjon som eksisterer på det finansielle markedet. Bortsett fra transaksjonskostnader som oppstår ved utstedelse av nye verdipapirer, må foretaket akseptere de kostnader som oppstår grunnet asymmetrisk informasjon. Dermed kan utstedte verdipapirer undervurderes som følge av dette, og mange velger å ikke ta på seg prosjekter. Videre tar teorien for seg en hierarkisk ordning i et foretaks finansieringspolicy. Denne ordningen styres av finansieringskilder som er minst utsatte for asymmetrisk informasjon og som samtidig inneholder en lavere risiko. Ved valg av ulike finansieringsalternativer, er det intern finansiering som foretrekkes, etterfulgt av gjeld og ny egenkapital (López-Gracia & Sogorb-Mira, 2008).

For å følge Pecking-order teorien, finnes det to regler. Den første er å anvende seg av intern finansiering. Ved intern finansiering, slipper foretaksledere å bekymre seg om investorers skepsis til foretaket, på grunn av den asymmetriske informasjonen. Teoriens andre regel går

på at utstedelse av nye verdipapirer gjøres med størst mulig sikkerhet. Når det gjelder egenkapital, er frykten for feilprisinger stor. Pecking-order teorien forklarer at om ekstern finansiering må benyttes, skal utstedelse av gjeld i form av verdipapirer prioriteres før egenkapital (Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2013).

Ved å anvende Pecking-Order teorien har forskerne Hyun and Rhee (2011) undersøkt hvordan banker velger å anskaffe ny kapital. Det har vist seg, både teoretisk og empirisk, at bankene reduserer utlånene oftere enn de rekapitaliserer. Jackson et al. (1999) hevder at bankene vil redusere utlån når man er i en økonomisk nedgangstid, eller fordi innhenting av ny kapital er kostbart. Årsaken til dette er at i en nedgangstid vil det være vanskelig å hente inn ny kapital på markedet, og ved reduksjon på utlån kan banken møte sin kapitaldekning. Teoretiske diskusjoner om preferanser for å redusere utlånene, er fokusert på kostnadene knyttet til utstedelse av ny kapital. Som López-Gracia and Sogorb-Mira (2008) antydte, er innhenting av ny egenkapital kostbart for foretak, da det er forbundet med kostnader knyttet til blant annet asymmetrisk informasjon. Derfor foreslår Pecking-Order teorien at ny egenkapital vanligvis er siste utvei som finansieringsalternativ.

2.6.2 Bankenes kapitalstruktur:

Bankenes balanse er viktig når det kommer til bankregulering og avgjørende for hvordan banken fungerer. Det er derfor viktig å ha en dypere forståelse for hvordan en banks balanse er bygd opp. Balansen er en liste over kildene til bankens forpliktelser, og kildene til hvor pengene er brukt. Banken henter penger ved innlån og ved å utstede andre aktiva. De oppnår så en profitt ved å belaste en rente på sine aktiva, som er høyere enn rentene på sine forpliktelser (Mishkin & Eakins, 2012). Balansen består altså av en aktivaside og en passivaside. Disse blir nærmere beskrevet i avsnittene nedenfor.

Figur 2: Forenklet bankbalanse

Aktiva	Passiva
Konter og innskudd i sentralbank	Innskudd fra finansforetak
Utlån til finansforetak	Kundeinnskudd
Verdipapirer	Verdipapirgjeld
Utlån til kunder	Ansvarlig lånekapital
	Egenkapital

Kilde: (Hoff, 2011)

2.6.2.1 Aktivasiden:

Aktivasiden viser bankens investeringer, altså hvordan banken anvender kapitalen. Dette inkluderer utlån til bedrifter og husholdninger, utlån til finansielle foretak, og investeringer i verdipapirer, som sertifikater, obligasjoner, aksjer og finansielle derivater (Hubbard & O'Brien, 2012). I tillegg vil aktivasiden også bestå av kontanter og innskudd hos Norges Bank.

Balansens aktivaside deles ofte inn i likvide og mindre likvide aktiva. De mest likvide aktiva banken holder, er kontanter og innskudd hos Norges Bank. Jo mer likvide aktiva en bank har, jo mer vil kostnadene til banken øke. Årsaken til dette er at likvide aktiva vanligvis gir lavere avkastning enn mindre likvide aktiva. Kontantbeholdningen gir ingen avkastning, mens innskudd hos Norges Bank gir en avkastning lik foliorenten¹⁰, som i utgangspunktet er lavere enn renten man kan oppnå ved utlån til kunder eller andre banker (Fidjestøl, 2009).

Aktiva utsatt for markedsrisiko blir ofte benevnt som omløpsmidler i balanser, og er ansett som relativt likvide aktiva. Denne aktivagruppen består hovedsakelig av sertifikater, obligasjoner, aksjer og andre finansielle derivater.

Utlån står for mesteparten av aktiva, og kan deles inn i to kategorier: utlån til foretak og utlån til husholdninger. Dette blir beregnet som mindre likvide aktiva, da disse er vanskelige å omsette i annenhåndsmarkedet¹¹ (Johansen, 2003).

2.6.2.2 Passivasiden:

Passivasiden representerer bankens finansieringskilder, altså bankens forpliktelser. Disse kan tradisjonelt deles inn i kortsiktig og langsiktig finansiering (Hubbard & O'Brien, 2012). Den kortsiktige finansieringen omfatter internbanklån, sertifikatlån og lån fra Norges Bank, mens den langsiktige finansieringen omfatter innskudd og obligasjonslån. I tillegg er egenkapitalen representert på passivasiden, som blant annet inneholder en buffer som skal beskytte kreditorer/långivere mot tap. Egenkapital kan bestå av egenkapitalbevis, aksjekapital og

¹⁰ Foliorenten kalles også styringsrenten, og er renten på bankenes innskudd opp til en viss kvote i Norges Bank (Norges Bank, 2007).

¹¹ Et finansielt marked der verdipapirer som tidligere er kjøpt, kan selges igjen (Mishkin & Eakins, 2012).

tilbakeholdte overskudd. Bankens sammensetning av passiva påvirker bankens kostnader, og er med på å bestemme profittpotensialet og risikonivået.

2.7 Finansieringsformer:

Bankene henter finansiering fra ulike kilder, og løpetiden kan variere fra en dag til flere år (Hoff, 2011). I en enkel oversikt vil store deler av finansieringen bestå av kundeinnskudd, kortsiktig markedsfinansiering, seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett. Disse finansieringskildene representerte ved utgangen av 2011 rundt 85 prosent av norske bankkonserns samlede finansiering (Molland & Erard, 2012).

2.7.1 Innskudd:

Kundeinnskudd utgjør en stor andel av bankenes finansiering. Spesielt vil dette ofte gjelde de mindre bankene, men også i stor grad for de større bankene. Denne finansieringskilden anses også som relativt stabil, og i den seneste finanskrisen så vi bevis på dette (NOU 2011: 1, 2011). En av årsakene er trolig innskuddsgarantiordningen, som omfatter rundt 50 prosent av totale innskudd i norske banker (Hoff, 2011). Innskudd over to millioner kroner fluktuerte litt mer i perioden 2008-2009, noe som ble konstatert gjennom en undersøkelse gjort av Finanstilsynet. Fluktuasjonen utspilte seg i at innskyterne fordelte beløpene over to millioner på flere banker og flere familiemedlemmer for å sikre at en større andel av deres formue var sikret gjennom innskuddsgarantiordningen (Lie, 2011). Selv om kundeinnskudd fortsatt er en stor andel av total finansiering, har den vært fallende siden 1995. Det har vært en tilsvarende økning i markedsfinansieringen. Den fallende trenden har sin bakgrunn i en større utlånsvekst enn innskuddsvekst, samt opprettelsen av boligkredittforetak i 2007 som har gjort det mulig for bankene å hente inn rimelig kapital (Hoff, 2011).

2.7.1.1 Innskuddsgarantiordningen:

I 1996 ble den gjeldende norske innskuddsgarantiordningen vedtatt, hvor hver innskyter med innskudd over to millioner kroner, er garantert to millioner kroner per bank ved konkurs. Det pågår nå en debatt angående det nye innskuddsgarantidirektivet fra EU hvor dekningsnivået vil ligge på 100 000 euro. Dette vil medføre at Norge må redusere sin innskuddsgaranti

kraftig, noe norske myndigheter hardt motarbeider. Tidligere statssekretær i Finansdepartementet, Ole Morten Geving, skrev dette i en artikkel i 2010:

”Det er ikke akseptabelt at Norge som det eneste land i Europa må kraftig redusere i våre innskuddsgarantiordninger, når erfaringene fra finanskrisen viser at vår ordning bestod testen. Det oppstod ikke noen tvil og usikkerhet om norske bankkunders trygghet for egne innskudd, og dermed heller ingen køer av bankkunder som ønsket å ta ut sparepengene sine høsten 2008. Norge ble også det eneste OECD- landet i EU/EØS-området som ikke ble nødt til å iverksette ekstraordinære garantiltak overfor innskyterne mv. under finanskrisen. Vår innskytergarantiordning er en viktig del av vår finansmarksregulering og bidrar til å skape tillit og trygghet til bankvesenet og derigjennom sikre finansiell stabilitet (Geving, 2010).

2.7.2 Kortsiktig markedsfinansiering:

2.7.2.1 Sertifikatlån:

Et sertifikatlån er et verdipapir utstedt for å innhente kapital, og hvor gjelden distribueres på flere investorer. Kjøperen låner utstederen penger og mottar avkastning på investeringen (DNB, 2013b).

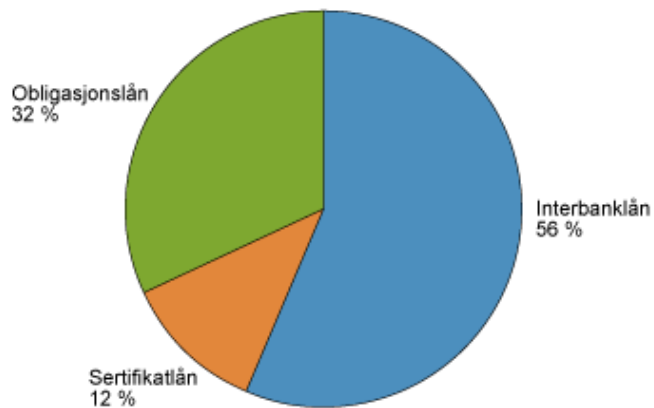
Sertifikatlån er blant finansieringsalternativene med kortest løpetid og en stor andel av finansieringen som hentes i dette markedet har løpetid på tre måneder (Hoff, 2011).

Sertifikatlån kan ha løpetid helt opp til 12 måneder (DNB, 2013b). Muligheten for å hente valuta gjennom sertifikatprogrammer er også tilstede for de største bankene. Her er amerikanske pengemarkedsfond den største investorgruppen når det gjelder norske bankers sertifikater i dollar (Hoff, 2011).

2.7.2.2 Interbanklån:

Interbanklån er markedet hvor banker låner penger av hverandre. I følge statistisk sentralbyrå utgjorde interbanklån rundt 56 prosent av markedsfinansieringen i norske banker ved utgangen av oktober 2012. Dette utgjør derfor klart den største finansieringskilden for norske banker.

Figur 3: Markedsfinansiering, etter låneobjekt, i prosent. Oktober 2012.



Kilde: (Statistisk Sentralbyrå, 2012)

Dette markedet viste seg å være svært il-likvid da finanskrisen brøt ut for fullt i 2008 grunnet usikkerheten som bredte seg rundt problemstillingen om bankene klarte å innfri lånene (Dodd, 2012). Under forklares to renter som brukes for interbanklån:

- **LIBOR:**

London InterBank marked i England er et nøye observert marked hvor renten mellom interbanklån bestemmes daglig. Dette er LIBOR renten (London InterBank Offered Rate). Den representerer gjennomsnittlig rente som store internasjonale banker i London er villig til å låne penger til hverandre for. LIBOR er verdens mest brukte benchmark for kortsiktige renter, og brukes også som benchmark for mindre sikre låntakere hvor de gjerne må betale LIBOR pluss en tilleggssats (HomeFinance.nl, 2013).

- **NIBOR:**

NIBOR står for Norwegian Interbank Offered Rate, og er en samlebetegnelse på norske pengemarkedsrenter med ulike løpetider, alt fra en uke til ett år. Det er seks norsketablerte banker¹² som deltar i fastsettelsen av NIBOR, og den fastsettes etter et gjennomsnitt av hva NIBOR-bankene angir at de vil kreve i renter på usikrede utlån til

¹² DNB Bank ASA, Danske Bank, Handelsbanken, Nordea Bank Norge ASA, SEB AB og Swedbank.

andre banker. Rentene som settes er indikative, og baseres ikke på faktiske handler (FNO, 2013a).

2.7.3 Langsiktig markedsfinansiering:

2.7.3.1 Obligasjonsmarkedet:

En obligasjon utstedes som et gjeldspapir hvor eieren låner penger til utstederen. Ved kjøp av en obligasjon låner man utstederen penger mot å motta renter over løpetiden. Ved forfallstidspunktet får investoren tilbakebetalt investeringsbeløpet (Hubbard & O'Brien, 2012). Hovedforskjellen mellom sertifikater og obligasjoner er hovedsakelig differansen i løpetiden.

Bankene henter langsiktig finansiering i obligasjonsmarkedet hvor løpetiden er på over ett år. Normalt vil løpetiden ligge mellom tre til ti år. Viktige investorer er pensjonskasser, forsikringsselskap, oljefond og banker. De store bankene legger ofte ut obligasjonslån i det internasjonale markedet, mens mindre banker kun har mulighet til å benytte det norske markedet (Finanstilsynet, 2012c).

I Norge utstedes det to ulike typer obligasjoner fra bankene og kredittforetakene:

- **Seniorobligasjoner:**

Ved utstedelse av obligasjoner vil sikkerheten variere, og følgende vil avkastningen avhenge av hvor stort risikonivå det er på obligasjonen. Jo høyere sikkerhet, jo lavere avkastning. Seniorobligasjoner er bankenes sikreste verdipapir *etter* obligasjoner med fortrinnsrett, men investorene har ikke krav til en spesifikk del av bankens aktiva. Normal løpetid for disse obligasjonene er mellom ett og tre år.

- **Obligasjoner med fortrinnsrett:**

Obligasjoner med fortrinnsrett utstedes av egne kredittforetak opprettet og eid av bankene. Obligasjonene som utstedes har sikkerhet i pantesikrede lån overført fra banken eller utstedt av kredittforetaket selv. Obligasjonseierne har dermed krav mot en sikkerhetsmasse. Denne skal til enhver tid være tilstrekkelig til å dekke kravene fra obligasjonseierne ved konkurs, gjeldsforhandling eller avvikling (Bakke, Rakkestad,

& Dahl, 2010). Løpetiden for disse obligasjonene ligger innenfor ett til ti år, men de fleste har en løpetid på tre til fem år.

2.8 Finansiell krise:

Det er vanskelig å finne en universell definisjon for begrepet krise, og hvor ille tilstanden må være før en kan snakke om at en krise eksisterer. Finansielle- og økonomisk kriser er også begreper man stadig har støtt på i media de siste årene, men hva er egentlig forskjellen? Her er definisjonene sprikende. Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, professor ved Økonomisk Institutt på Universitetet i København kommer med følgende definisjon:

”Ved en økonomisk krise opphører veksten eller den blir negativ, og arbeidsledigheten stiger”.

Men han påpeker også at det kan diskuteres hvor mye som skal til før en refererer til tilstanden som en krise. Finanskrise mener han er et mer upresist begrep, men viser til at:

”Tilliten til ulike institusjoner reduseres og dermed hemmes kapitalformidlingen. Altså at pengene ikke overføres fra de med overskudd, videre til de som ønsker å investere. Bryter dette sammen har man en finanskrise”.

Han påpeker videre at en finanskrise påvirker hele samfunnet og gir ofte utslag i en økonomisk krise (Hoffmann, 2008).

Siden 1970 har verden opplevd fire store finanskriser, og disse årene har utmerket seg spesielt når det kommer til volatilitet¹³ i varer, valuta, eiendom og aksjer (Kindleberger & Aliber, 2011). Mye av grunnen til dette kan antas å ha sammenheng med økt globalisering og en enormt rask utvikling innen teknologi. Den siste krisen startet i 2007 og ble utløst av reduksjon i eiendomspriser i USA, Storbritannia, Spania, Irland og Island. Videre falt verdiene på statsobligasjoner i Hellas, Portugal og Spania (Kindleberger & Aliber, 2011).

¹³ Et statistisk mål for svingningene i en tidsperiode (Nørgaard, 2008).

2.8.1 Kollapsen:

Før krisen som inntraff i 2008, var boligmarkedet i USA i god vekst. Boligprisene steg og privatpersoner kunne få gunstige boliglån. Alan Greenspan, USAs sentralbanksjef frem til 2006, var en av personene som i tiden før krisen gikk foran og oppfordret folk til å ta opp boliglån med flytende rente. Samtidig gikk Bush regjeringen ut og nærmest uttalte at alle hadde rett til å eie bolig. Og alle kjøpte. I 2007 kunne en amerikaner få lån opptil 1,5 millioner dollar uten sikkerhet og uten egenkapital (NRK, 2012).

En viktig faktor som var med på å utløse krisen i USA var Collateralized Debt Obligations (CDO-er). CDO er verdipapirer med sikkerhet i en portefølje av lån eller andre gjeldspapirer (Larsen & Mjølhus, 2009). Investorer som kjøper CDO-er forventer å få rente betaling fra kontantstrømmen generert fra eiendelen som holdes som pant, med andre ord kontantstrømmen fra personer som har tatt opp lån for å kjøpe bolig (Hubbard & O'Brien, 2012). Anerkjente ratingselskaper som Moody's og Standard & Poor's ga mange av disse verdipapirene høy rating og gjorde de dermed attraktive blant investorer (Larsen & Mjølhus, 2009). Blant investorene finner vi også åtte norske kommuner. Investeringsobjektene fremstod som svært gode, men virkeligheten var en annen. Bare i Norge gikk mange hundre millioner kroner tapt (NRK, 2012).

CDO-ene bestod etterhvert av mange såkalte subprime lån. Dette er lån gitt til personer som ikke hadde mulighet for å betjene det. Stadig flere lån ble misligholdt samtidig som det kom flere boliger på markedet. Dette resulterte i et boligprisfall og ytterligere flere ønsket å kvitte seg med boligen, da redselen økte for at lånet ville overgå verdien av boligen (NRK, 2012). En lånetype som er utbredt i USA er såkalte non-recourse lån, hvor lånet er knyttet til boligen. Dermed kan boligeieren levere tilbake nøkkelen til foretaket som utga lån og er dermed ikke lenger ansvarlig for lånet (Larsen & Mjølhus, 2009). Dette førte til at foretakene satt med gjeld høyere enn verdien på boligen, i et lite likvid marked og ingen kontantstrøm fra tidligere eiere. Som følge av "subprime-krisen" fikk mange finanskonsern store økonomiske problemer som igjen gav store tap til investorer verden over.

Da en av verdens ledende investeringsbanker, Lehman Brothers, gikk konkurs september 2008 brøt krisen ut for fullt. Den største konkursen i amerikansk historie var et faktum. Tidligere hadde amerikanske myndigheter reddet finanskonsern som Bear Stearns,

boliglånsinstitusjonene Freddie Mac og Fannie Mae samt andre banker, men Lehman Brothers var ikke en av dem. Mange investorer tapte mye i Lehman Brothers konkursen, blant annet det norske oljefondet der tapet var på flere hundre millioner kroner. Selv om konkursen ga store tap for mange investorer var det panikken som utbredte seg i kjølevannet av konkursen som skapte de enorme ringvirkningene og den omfattende krisen som bredte seg langt over USAs landegrenser (Landre, 2009).

Kollapsen i boligmarkedet og den høye andelen av subprime lån førte til at en tillitskrise oppstod i markedet, både blant institusjoner og privatpersoner. Såkalte bank-runs hvor det dannet seg lange køer av kunder som ønsket å ta ut sparepengene sine fra bankene var ikke lenger noe man bare leste om i historie bøkene (Landre, 2009). En rekke investorer trakk seg også ut av markedet i frykt for store tap (NOU 2011: 1, 2011). Interbank-markedet hvor banker låner penger av hverandre frøs, og finansforetak fikk store problemer med å skaffe seg kapital (Landre, 2009).

Verdipapiriseringsmarkedet i USA har til en viss grad likhetstrekk med det norske OMF-markedet, men det finnes derimot viktige forskjeller. I den norske modellen forblir blant annet lånene i banksystemet, mens i den amerikanske modellen selges verdipapirene ut av banksystemet hvor kredittrisikoen blir overført til for eksempel institusjonelle investorer (Finanstilsynet, 2012b).

2.8.2 Bytteordningen:

Norge klarte seg relativt bra gjennom den internasjonale finanskrisen, men mangel på likviditet i norske banker var likevel tilstede i høy grad. Et av tiltakene som ble igangsatt av norske myndigheter for å begrense omfanget av krisen var ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett, den såkalte bytteordningen. Stortinget ga høsten 2008 Finansdepartementet fullmakt til bytteordningen hvor Norges Bank stod for administreringen. Ordningen har siden 2008 blitt justert flere ganger. I utgangspunktet fikk banker med adgang til å ta opp F-lån¹⁴ mulighet til å benytte seg av bytteordningen hvor

¹⁴ F-lån er lån fra Norges Bank som har fast eller flytende rente og fastsatt løpetid (Sentralbankloven, 2012)

statskasseveksler¹⁵ byttes mot obligasjoner med fortrinnsrett. I 2008 gjaldt dette norske forretnings- og sparebanker, samt filialer av utenlandske banker. I ettertid ble det også åpnet for at kredittforetak under visse betingelser kunne delta i ordningen. Statskassevekselen kunne enten beholdes av banken selv eller videreselges i markedet. Hensikten med ordningen var at det skulle bli lettere for bankene å skaffe seg kapital da statspapirer vurderes som en sikrere investeringskilde og derav har bedre likviditet (Bakke et al., 2010). Bytteavtalene kunne ha varighet på tre år og ble senere justert til fem år. Ordningen ble derfor et hjelpemiddel for bankene i deres behov for mellomlang og langsiktig finansiering (Gjedrem, 2009). Når løpetiden for avtalen utløper må bankene kjøpe tilbake OMF fra staten til samme pris som de ble solgt for (Norges Bank, 2009).

Statskasseveksler blir solgt fra statens egenbeholdning av statspapirer til bankene i bytte mot OMF for en begrenset periode. Vekselen som bankene ble tilbudt hadde en forfallsdato mellom tre og seks måneder frem i tid, og forfallsdatoene ville være på en IMM-dato. Altså den tredje onsdagen i månedene mars, juni, september og desember. Statskassevekslene som inngikk i avtalen ble tildelt gjennom auksjoner på markedsmessige vilkår. I auksjonen ga bankene bud i pålydende verdi av statskassevekselen som de ønsket å bytte mot OMF og beløpet som ble auksjonert ble annonsert av Norges Bank. Fast kupong eller flytende rente tilhørende OMF-ene ble godskrevet bankene dersom bytteavtalen ikke ble misligholdt. Videre skulle statskassevekslene og OMF ha samme markedsverdi ved avtaleinngåelse. Prisen bankene måtte betale for bytteavtalen ble fastsatt i en Hollandsk auksjon, som vil si lik pris for alle bankene (Norges Bank, 2009).

Kredittforetak i Norge startet å legge ut OMF på markedet omtrent samtidig som amerikanske subprime boliglån begynte å skape uroligheter i de internasjonale finansmarkedene. Norske OMF fikk derfor en dårlig start da tillitten til både disse og utenlandske covered bonds¹⁶ var lav grunnet krakket som startet i USA (FNO, 2013d). Pengemarkedene og obligasjonsmarkedene brøt totalt sammen høsten 2008, og norske myndigheters tiltak for å tilføre likviditet i markedet i form av bytteordningen førte til at panikken i bankene roet seg. De ble også etter hvert mindre restriktive med å yte nye lån (Gjedrem, 2009).

¹⁵ Statskasseveksler er statspapirer med opprinnelig løpetid under ett år, som det ikke utbetales noen fast eller flytende rente for i løpetiden. En statskasseveksel er derfor et nullkupong papir (Norges Bank, 2013d)

¹⁶ Internasjonal betegnelse på OMF. Utdypes mer i kapittel 3.2.

I løpet av litt over et år hadde norske myndigheter byttet til seg rundt 230 milliarder kroner i OMF. Ved utløpstiden på bytteavtalen må norske banker ta tilbake OMF-ene fra staten og refinansiere dem i markedet. Dette er allerede kommet godt i gang og per 29.04.2013 gjenstod det 130 milliarder kroner. Norske OMF har blitt godt tatt i mot både i det norske og utenlandske markedet, og refinansieringen har enda ikke støtt på problemer (FNO, 2013d). Bytteordningen har derfor bidratt i stor grad til å dra i gang det norske OMF markedet. Det er ikke avholdt auksjoner etter 17. desember 2009 (Norges Bank, 2013a).

2.9 Reguleringer:

2.9.1 Basel-regelverket:

I 1974 ble Basel-komiteen for banktilsyn etablert av representanter fra 10 lands sentralbanker, etter en turbulent tid i det internasjonale valuta- og bankmarkedet. Målet er å støtte opp om finansiell stabilitet. I dag har medlemsantallet økt til 27 land, der representanter fra landenes sentralbanker møtes hver tredje måned (BIS, 2013a). Lederen av komiteen er den svenske sentralbanksjefen Stefan Ingves, som tok over etter nederlandske Nout Wellink i juli 2011.

Komiteen fungerer som et rådgivende organ, og formulerer veiledende standarder, anbefalinger og retningslinjer for god praksis og tilsyn innen banksystemet. Det er så opp til myndighetene i hvert land hvordan de vil følge opp forslagene, basert på hvordan den nasjonale økonomien er. Gjennom dette arbeidet oppmuntrer Basel-komiteen til at landene beveger seg mot samme strategier uten at de på detaljnivå påvirker medlemslandenes tilsynsmetoder (BIS, 2013a).

2.9.1.1 Basel I og Basel II:

De første anbefalingene fra Basel-komiteen kom i 1988 og kaltes ”Basel Capital Accord”, også kjent som Basel I (BIS, 2013b). Intensjonen med Basel I var todelt, der den ene delen gikk på å sørge for en tilstrekkelig kapitaldekning til beskyttelse av risiko som oppstår i bankens utlånsportefølje (Borchgrevink, 2012). Låntakerne tildeles ulike risikovekter som er koblet til risikoen for at låntakeren ikke tilbakebetaler lånet. For å beregne kapitalkravet

multipliseres lånebeløpet med risikovekten ganger åtte prosent. Den andre delen var ønsket om å fremme mest mulig like konkurransevilkår for ulike lands banker.

I juni 1999 introduserte komiteen et utkast til nytt rammeverk, Basel II. Reglene i Basel I viste seg å ha svakheter, blant annet at kapitalkravet ikke reflekterte bankenes risikoprofil. Samtidig førte den økte kompleksiteten og innovasjon innen risikostyring og risikohåndtering til at det var et behov for å fornye regelverket (Karlsen & Øverli, 2001). Basel II-reglene trådte i kraft 1. januar 2007 i Norge, og bygger på tre pilarer. Den *første pilaren* fastsetter minimumskrav på åtte prosent til ansvarlig kapital for bankens kreditt-, markeds- og operasjonelle risiko (Norges Bank, 2004). Den ansvarlige kapitalen skal kunne dekke den risikoen som bankene eksponerer seg mot gjennom sin virksomhet. Den *andre pilaren* handler om risikokontroll og tilsyn, som innebærer at banken skal ha god håndtering og bedømming av risiko. Den *tredje pilaren* omhandler markedsdisiplin og informasjonskrav hos bankene, som innebærer krav om offentliggjøring av informasjon til markedet vedrørende kapitaldekning, risikoeksponeringer og andre forhold ved bankens virksomhet (Karlsen & Øverli, 2001).

På et tidlig stadium av den finansielle krisen i 2007 hadde mange banker, til tross for gode kapitalnivåer, vanskeligheter med å unngå problematikken rundt likviditeten. Før krisen var likviditetsmarkedet sterkt, og det var enkelt for bankene å finansiere seg til lave kostnader. I krisen fikk bankene oppleve hvor raskt likviditeten kan forsvinne, og at il-likviditeten som oppstår kan vare over lengre perioder. Banksektoren havnet under hardt press og for å opprettholde den finansielle stabiliteten, måtte sentralbankene gå inn og støtte både pengemarkedet og i enkelte tilfeller, individuelle institusjoner (BIS, 2010). Blant annet var etableringen av bytteordningen for obligasjoner med fortrinnsrett og bedre lånemuligheter i Norges Bank med på å lede til bedre likviditetstilgang for norske banker.

Som følge av rammeverket Basel II, har bankene bygd opp interne systemer innen risikovurdering og risikokontroll med en høyere standard, sammenlignet med situasjonen tidligere (Finanstilsynet, 2010).

2.9.1.2 Basel III:

Finanskrisen avslørte at reglene for kapitaldekning og reguleringen av likviditetsrisiko ikke var tilfredsstillende. 6. juni 2009 (BIS, 2009) møttes Basel-komiteen for å gjennomgå et omfattende sett av tiltak for å styrke regulering, tilsyn og risikostyring av banksektoren. 16. desember 2010 (Finanstilsynet, 2013a) la komiteen fram de nye kapital- og likviditetsstandarder, Basel III, som er foreslått gradvis innført over tidsperioden 2013-2019. Selv om innføringsperioden er lang, og regelverket ikke er endelig vedtatt, har mange banker forberedt seg på de nye kravene.

Basel III vil være basert på de samme tre pilarene som Basel II. Endringene omfatter primært forhold som (KPMG, 2013a):

- Innføring av regulatoriske minstekrav til likviditet og langsiktig finansiering.
- Økte minimumskrav til kjernekapitalen, samt innføring av et minimumskrav til ren kjernekapital.
- Økte kvalitetskrav til kjernekapitalen.
- Utvidelse av de risikoer det skal stilles kapitaldekning for.
- Innføring av et ikke risikobasert kapitalkrav.
- Tiltak for å dempe konjunkturreffektene på bankenes soliditet.

For oppgaven vår vil de nye kravene i forhold til likviditet være mest aktuelt, og vi vil derfor gå litt nærmere inn på de her:

Nye krav til likviditet:

De siste årene har likviditetsrisikoen i det globale banksystemet økt, blant annet på grunn av at utlånene har økt mer enn innlånene. Dette har skapt et økt behov for markedsfinansiering, samtidig som gapet i løpetid mellom utlån og innlån har økt. En stor del av bankenes utlån består av boliglån med lang løpetid, som betyr at en betydelig del av bankens aktiva har lang løpetid. Utlånene finansieres først og fremst av kundeinnskudd, sertifikater og på det langsiktige kapitalmarkedet i form av obligasjoner. Langsiktig finansiering har økt de siste årene, men til tross for dette er gapet mellom utlån og innlån fortsatt stort. Dette betyr at bankene må refinansiere et utlån til bolig flere ganger under dets løpetid, noe som skaper en likviditetsrisiko for banken som gir ut lån.

Basel-komiteen har nå innført kvantitative krav på likviditeten hos banker¹⁷. Med Basel III kommer det et kortsiktig, Liquidity Coverage ratio (LCR) og et langsiktig, Net Stable Funding Ratio (NSFR) mål på likviditeten. Baselkomiteen er nøye med å poengtere at disse kravene er minimumskrav for de store internasjonale bankene, og de nasjonale myndighetene kan stille høyere krav til likviditeten. Basel-komiteen har også utviklet et overvåkingsinstrument for myndighetene som ytterligere et steg til en forbedring på det globale markedet (BIS, 2010).

- **Liquidity Coverage Ratio (LCR):**

Denne reguleringen går ut på at banken har et tilstrekkelig nivå av høykvalitative likvide tilganger, som kan omgjøres til kontanter for å klare likviditetsbehovet i 30 dager under en stresset situasjon. LCR beregnes gjennom å sette beholdning av likvide aktiva med høy kvalitet i forhold til total netto kontantstrøm over 30 dager (se formel under). For at reguleringen skal være effektiv, kreves det at forholdet ikke er lavere enn 100 prosent (BIS, 2010).

$$LCR = \frac{\text{Beholdning av likvide aktiva med høy kvalitet}}{\text{Netto kontantstrøm over 30 dager}} \geq 100\%$$

Da det er vanskelig å forutse fremtidige inn- og utbetalinger er det viktig at banker og tilsyn tar hensyn til ulike forhold, blant annet: manglende evne til å refinansiere finansieringskildene, negative kontantstrømmer fra utenom balanse-poster, innbetalingskrav relatert til sikkerhetsstillelse og uttak av innskuddsmidler (KPMG, 2010). Reguleringen skal føre til at bankene står bedre rustet for uventede situasjoner som for eksempel mangel på kortsiktig finansiering, økte kostnader som følge av nedgradering av rating eller reduksjon av kundeinnskudd (BIS, 2010).

Likvide aktiva med høy kvalitet kan kategoriseres som nivå 1- og nivå 2-tilganger. Nivå 1-tilganger omfatter statsobligasjoner, kontanter og innskudd i sentralbanker, og det er ingen grenser på hvor stor andel av reserven dette kan utgjøre. Nivå 2-tilganger omfatter blant annet ikke-egenutstedte OMF med høy rating, foretaksobligasjoner med høy rating eller obligasjoner utstedt fra offentlig sektor med risikovekting over null

¹⁷ 6. januar 2013 offentliggjorde Basel-komiteen en ny versjon av likviditetskravene, med større aksept for covered bonds i telleren og mer langsom opptrappingsplan (King, 2013). EU har ikke tatt standpunkt til denne, slik at det fortsatt er noe usikkert hvordan virkningen blir for EU- og EØS-land som Norge.

prosent. Disse kan maksimalt utgjøre 40 prosent av reserven (Lie, Solli, & Christensen, 2012). Etter planen skal dette gjelde i Norge fra januar 2015, men flere banker viser allerede dette kravet i sine årsrapporter.

- **Net Stable Funding Ratio (NSFR):**

Basel-komiteen har lagt fram Net Stable Funding Ratio for å fremme den langsiktige finansieringen av bankenes tilganger. Dette innebærer at bankens stabile finansiering skal være større enn behovet av stabil finansiering.

$$NSFR = \frac{\text{Tilgjengelig stabil finansiering}}{\text{Nødvendig stabil finansiering}} > 100\%$$

Et slikt krav til likviditet setter også krav til bankens finansieringsstruktur i forhold til bankens utlån, investeringer og andre eiendeler (Lie et al., 2012). Dette kravet skal etter planen gjelde fra 2018.

2.9.1.3 Hvordan Basel III vil påvirke banksektoren:

De nye kravene vil medføre behov for endringer i bankenes likviditetsreserver. Forventet avkastning på disse likviditetsreservene vil mest sannsynlig reduseres, sammenlignet med i dag. Andelen langsiktig finansiering vil økes, samt at kjernekapitalen vil øke. De nye kravene til motpartsrisiko vil også øke det totale kapitalkravet. Totalt sett vil dette kunne lede til endringer på bankenes balansestruktur og lønnsomhet, noe som kan føre til endringer på strategier og de produkter bankene tilbyr (KPMG, 2013a).

2.9.2 Solvency II:

I april 2009 vedtok EU-parlamentet nye soliditetsregler for forsikringsbransjen. Målet med det nye regelverket er å øke beskyttelsen rundt forsikringstakerne, samt å bedre stabiliteten i finansmarkedene. I likhet med Basel II-regelverket, bygger Solvency II-regelverket på tre pilarer som blant annet tar for seg kvantitative krav til solvenskapital, krav til styring og kontroll, og krav til offentliggjøring av informasjon (KPMG, 2013c). Dette betyr at forsikringsselskap i større grad må investere i sikre objekter. På grunn av den lave

kredittrisikoen obligasjoner med fortrinnsrett har, vil dette bli et viktig investeringsprodukt for pensjonsforsikringselskaps tilpasning til Solvency II-regelverket (Norges Bank, 2013c).

Disse tiltakene skal være med på å redusere sannsynligheten for, og alvorlighetsgraden av økonomisk og finansielt stress.

2.10 Rating:

Et ratingselskaps oppgave er å vurdere og publisere kredittverdigheten til gjeldspapirer som for eksempel obligasjoner (Goergen, 2012). Obligasjonene får karakter eller såkalt rating ut i fra ratingselskapets vurdering av utstederens evne til å betale renter og pålydende verdi ved obligasjonens forfall. Statsobligasjoner anses som sikre gjeldspapirer og har høyeste rating. Ved økende sannsynlighet for at utstederen ikke klarer å betale for seg, vil ratingen av obligasjonen falle, men også gi en høyere avkastning for investoren (Hubbard & O'Brien, 2012). Hvilken type obligasjon investoren velger, avhenger av hvor risikoavers han er.

Ratingselskaper har stor innflytelse på investorer og er ofte et høyt pålitelig verktøy investorene bruker i sin vurdering ved valg av investering. Mange institusjoner er også pålagt å kun investere i høyt ratede verdipapirer, blant disse finner vi eksempelvis pensjonskasser og forsikringselskap. En høy rating er dermed essensielt for mange investeringsobjekt for å tiltrekke seg investorer. Ratingselskapene besitter mye informasjon og har stor makt i form av sine vurderinger og publikasjoner. Det finnes også negative sider ved selskapene. De er blant annet betalt av utstederne av verdipapirene. Samtidig har deres evner blitt satt spørsmål ved de siste årene, særlig vedrørende deres høye rating av subprimeobligasjoner som var hovedårsaken til den verdensomfattende finanskrisen i 2008. Både foretak og privatpersoner hadde investert store summer i obligasjoner som anerkjente ratingbyråer hadde stemplet som topp kvalitet, men som senere viste seg å gi enorme tap (Sundberg, 2013).

Standard & Poor's, Moody's og Fitch er anerkjente og hyppig brukte ratingselskaper på verdensbasis. De vurderer blant annet markedet for covered bonds, samt norske OMF. Metodene som brukes blant de ulike byråene varierer, men det er spesielt tre forhold det fokuseres på blant samtlige:

- Utsteders kredittgradering

- Sikkerhetsmassens kvalitet og evnen den har til å skape en tilstrekkelig kontantstrøm
- Om sikkerhetsmassen er klart adskilt fra utstederens øvrige aktiva (Bakke et al., 2010).

3 OBLIGASJONER MED FORTRINNSRETT:

I dette kapitlet vil vi presentere temaet obligasjoner med fortrinnsrett. Vi vil videre presentere hensikten med innføringen av det nye lovverket for OMF, samt bekymringene fra norske og utenlandske myndigheter knyttet til økt bruk av denne finansieringskilden.

3.1 Opphav til OMF:

Obligasjoner med fortrinnsrett er den norske versjonen av en type obligasjoner som internasjonalt kalles covered bonds. En covered bond er en obligasjon som gir investorene sikkerhet i et utvalg av utstederens eiendeler (Bakke et al., 2010).

I 1899 ble det utstedt obligasjoner som i stor grad har samme egenskaper som vi ser ved dagens covered bonds. Men historien går faktisk helt tilbake til 1769 hvor det i Tyskland ble utstedt obligasjoner hvor investorene hadde direkte krav på utsteders eiendeler. 100 år etter hadde en rekke andre europeiske land fulgt i Tysklands fotspor. Endringer og nye lovverk ble etablert, men for mange land er et slikt lovverk som samsvarer med dagens covered bonds etablert de siste årene. Denne type obligasjoner har vist seg å være særdeles robust, også gjennom krisetider. Det eksisterer lite informasjon om mislighold av obligasjoner med sikkerhet i eiendeler og det eksisterer kun et fåtall historiske tilfeller hvor utsteder av covered bonds har blitt insolvent¹⁸. Selv ikke i Tyskland helt tilbake til 1769 har det vært et eneste mislighold av denne type obligasjoner (Bakke et al., 2010).

3.2 Covered bonds:

Covered bonds utstedes hovedsakelig i Europa, men det finnes også eksempler på land utenfor Europa som utsteder covered bonds. USA, Canada, Australia og New Zealand er eksempler på dette. I følge Moody's er flere land utenfor Europa i ferd med å etablere lovverk for utstedelse av covered bonds, blant disse finner vi Sør-Korea og Singapore (Moody's, 2012).

¹⁸ Insolvent: En utsteder er insolvent når han ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, med mindre betalingsudyktigheten må antas å være forbigående (Konkursloven, 1984).

Covered bonds differensierer i egenskaper mellom landene, og det fines derfor ingen generell definisjon (Bakke et al., 2010). Det europeiske rådet for covered bonds (The European Covered Bond Council) har derfor etablert en minimumsstandard gjeldene for alle europeiske land og lyder som følgende:

- Obligasjonen er utstedt av – eller obligasjonseieren har på annen måte krav på dekning hos – et kredittforetak som er underlagt offentlig tilsyn og regulering.
- Obligasjonseieren har et krav mot en sikkerhetsmasse som går foran kravene fra de usikrede kreditorene til kredittforetaket.
- Kredittforetaket er forpliktet til å sørge for at sikkerhetsmassen til enhver tid er tilstrekkelig til å dekke kravene fra obligasjonseierne.
- Kredittforetakets forpliktelser knyttet til sikkerhetsmassen er under tilsyn av offentlige myndigheter eller andre uavhengige foretak (European Covered Bond Council, 2013).

Covered bonds som tilfredsstillter denne minimumsstandard kan videre deles i to kategorier:

- Covered bonds utstedt etter *særskilt* lovverk: Det stilles blant annet krav til sikkerhetsmassen, likviditetsstyring og tilsyn. Lovverket og tilsyn begrenser obligasjonseierens risiko.
- Covered bonds utstedt etter *generelt* lovverk: Egne avtaler mellom utsteder og investor bestemmer obligasjonenes egenskaper. I land hvor slike covered bonds utstedes mangler det et særskilt lovverk. Denne typen covered bonds gir utstederen større fleksibilitet vedrørende innhold i sikkerhetsmassen (Bakke et al., 2010).

I de fleste land i Europa utstedes covered bonds av bankene selv, hvor obligasjonene også blir beholdt på bankenes balanse. I Norge er det kun selskaper med konsesjon, som kredittforetak, som har mulighet til å utstede OMF. OMF-ene er sikret i pantesikrede lån som er overført fra en bank eller i pantesikrede lån gitt av kredittforetaket. Årsaken til regelverket om egne kredittforetak er å sikre investorene rett til sikkerhetsmassen, og den utstedes derfor ikke direkte fra bankens balanse slik som i mange andre land (Finanstilsynet, 2013c).

Covered bonds som holdes på bankens balanse gir obligasjonseierne rett på sikkerhetsmassen samt bankens øvrige eiendeler dersom banken skulle gå konkurs. Denne ordningen gir fordeler ved at investorene har krav på flere eiendeler, men de er også utsatt for risiko knyttet til bankens øvrige aktiviteter. I Norge stilles det strenge krav til kredittforetakene og

sikkerhetsmassen. Kravene til kredittforetakene reduserer risikoen til investorene samtidig som det er lettere å vurdere foretakets soliditet (Bakke et al., 2010). De ulike regelverkene og strukturelle forskjeller mellom land er en av grunnene til vanskeligheten med å etablere et generelt internasjonalt regelverk for covered bonds (Finanstilsynet, 2013c).

3.3 Norske obligasjoner med fortrinnsrett:

1.juni 2007 trådte forskriften om obligasjoner med fortrinnsrett i kraft. De nye reglene erstattet reglene om obligasjonslån med pantessikkerhet i utlånsportefølje som trådte i kraft i 2004. Hovedforskjellen fra det tidligere regelverket er at obligasjonseierne får en lovbestemt fortrinnsrett til sikkerhetsmassen.

”Obligasjoner med fortrinnsrett gir obligasjonseierne lik, eksklusiv og forholdsmessig rett til dekning i kredittforetakets sikkerhetsmasse før andre kreditorer ved konkurs, gjeldsforhandlinger, avvikling av kredittforetaket eller offentlig administrasjon”
(Finanstilsynet, 2012c).

Hovedbegrunnelsen for erstatningen var at finansnæringen mente den tidligere modellen ikke la til rette for etableringen av OMF-foretak da pantsettelse av lånene krevde godkjenning fra kunden. Videre ble det påpekt at det nye lovverket ville bedre konkurransesituasjonen for norske finansforetak, samt muligheten for mer langsiktig og rimeligere finansiering. Mer langsiktig finansiering ville bidra til reduksjon av løpetidsgapet mellom innlån og utlån samtidig som rimeligere finansiering for bankene ville bidra til lavere lånekostnader for bankkunder. Det var også et håp om økning av fastrentelån ved boligkjøp og mer forutsigbare kostnader for norske husholdninger. Videre var det et sterkt ønske om å øke tilbud av investeringsobjekter og gjøre obligasjonsmarkedet mer likvid. OMF ville få lavere risiko enn andre obligasjoner og dermed bli et attraktivt investeringsobjekt, samt bidra til investorers risikospredning (Finanstilsynet, 2012c). Dette kommer vi nærmere inn senere i kapitlet.

3.4 Norske kredittforetak:

I Norge finnes det i dag 23 kredittforetak med tillatelse til å utstede OMF. Kredittforetakene er enten heleid av en bank eller eid i fellesskap av flere banker. De fem felleseide foretakene er Terra Boligkreditt, Verd Boligkreditt, Eiendomskreditt, Sparebank 1 Boligkreditt og Sparebank 1 Næringskreditt. Som en kan se av tabellen under varierer kredittforetakene i størrelse. Mange av de mindre foretakene ble opprettet under finanskrisen. Årsaken var at de da hadde mulighet til å delta i bytteordningen som staten iverksatte som et virkemiddel for den manglende likviditeten i markedet. Den finansielle uroen, samt sterkt redusert tillit mellom finansforetak bidro til et lite likvid marked. Samtidig økte risikopåslagene for finansielle instrumenter, også for relativt sikre instrumenter som bankobligasjoner og OMF. Bytteordningen hvor bankene byttet OMF mot statskasseveksler, reduserte likviditetsproblemet og virkningene fra finanskrisen betydelig (Finanstilsynet, 2012c).

Tabell 1: OMF-foretak per 30.06.2012. Tall i millioner kroner¹⁹.

	Forvaltningskapital	Utestående OMF
DnB Boligkreditt AS	526 916	365 375
SpareBank 1 Boligkreditt AS	163 705	147 332
Nordea Eiendomskreditt AS	105 709	79 809
Terra BoligKreditt AS	53 910	50 102
Sparebanken Vest Boligkreditt AS	40 483	33 724
KLP Kommunekreditt AS	25 204	20 541
DnB Næringskreditt AS	22 284	2 400
Storebrand Boligkreditt AS	17 783	11 455
SpareBank 1 Næringskreditt AS	11 010	8 053
Pluss Boligkreditt AS	10 323	9 146
Sør Boligkreditt AS	10 040	8 343
Møre Boligkreditt AS	9 367	7 898
Sparebanken Øst Boligkreditt AS	7 367	6 340
Bustadkreditt Sogn og Fjordane AS	6 907	5 395
SSB Boligkreditt AS	6 760	5 933
Gjensidige Bank Boligkreditt AS	4 851	4 292
Helgeland Boligkreditt AS	4 484	3 869
Eiendomskreditt	4 114	2 840
Fana Sparebank Boligkreditt	3 835	3 397
Verd Boligkreditt AS	3 051	2 234
Toten Sparebank Boligkreditt AS	1 703	1 405
Landkreditt Boligkreditt AS	1 588	1 238
BN Boligkreditt AS	649	227

(Finanstilsynet, 2012c)

¹⁹ Terra Boligkreditt har nå endret navn til Eika Boligkreditt.

3.4.1 Administrasjon av kredittforetakene:

Kredittforetakene er organisert som egne foretak, med en eller flere eiere. Dette gjør at OMF ikke utstedes direkte fra bankens balanse, og sikrer dermed investorene rett til sikkerhetsmassen. Likevel har foretakene liten grad av egen administrasjon. Administrasjonen varierer fra ingen ansatte i de minste foretakene til noen få ansatte i de største. Hovedsakelig er det morbanken som utfører de administrative oppgavene, selv i tilfellene hvor lånet utstedes direkte fra kredittforetaket. Uavhengig av om lånet er utstedt av kredittforetaket eller banken vil lånets beløp fordeles mellom de to ut i fra belåningsgrad. Den delen av lånet som overstiger belåningsgraden vil ofte ligge igjen i morbanken, mens det resterende beløpet overføres til kredittforetaket (Finanstilsynet, 2013c). Ved mislighold av lån som ligger i sikkerhetsmassen til kredittforetaket, vil de ikke lenger kvalifisere som godkjente lån for sikkerhetsmassen. Enten kan morbank da kjøpe tilbake lånet, eller de kan bli liggende igjen i sikkerhetsmassen uten å inngå i balansekravet. Forholdet mellom morbank og kredittforetak reguleres av forvaltningsavtaler. Tilnærmet alle banker i Norge har tilgang til hel- eller deleide OMF-foretak.

3.4.2 Offentlig administrasjon:

Dersom kredittforetaket får problemer med utbetalinger til sine investorer kan det settes under offentlig administrasjon. Det samme vil gjelde dersom morbanken settes under offentlig administrasjon. Ved et slikt tilfelle vil Finanstilsynet oppnevne et eget bostyre for kredittforetaket med representasjon fra obligasjonseierne. Videre vil bostyret ta beslutninger ut i fra likviditetssituasjonen til kredittforetaket. Obligasjonene kan løpe til forfall dersom bostyret finner at foretaket har nok likviditet til å betale til rett tid. Det kan utstedes nye obligasjoner med pant i sikkerhetsmassen for å skaffe nok likviditet. Ved utilstrekkelig likviditet vil sikkerhetsmassen selges (Bakke et al., 2010). De pantsatte lånene kan selges videre til andre finansforetak eller foretaket kan sette krav til boliglånstakerne om å få lånet tilbake. Inntektene benyttes videre til å dekke krav fra obligasjonseierne, derivatmotparter samt egne utgifter. Loven gir ikke tillatelse til enkeltforfølgelse av individuelle obligasjonseiere på bekostning av øvrige obligasjonseieres krav (Bakke et al., 2010).

Det nye norske lovverket har kun eksistert i noen få år, og erfaring ved ulike kreditthendelser eksisterer derfor ikke. Juridisk risiko knyttet til håndtering av ulike hendelser kan derfor oppstå (Bakke et al., 2010).

3.5 Det norske og utenlandske markedet:

De mindre kredittforetakene har kun mulighet til å utstede OMF i norske kroner, mens de største foretakene har mulighet til utstedelse i valuta. Krav til rating og volum er en av grunnene til at de mindre foretakene ikke har mulighet til å utstede OMF i valuta.

Investeringsrammene til norske investorer dekker ikke behovet for kapital hos de største norske bankene, og det utenlandske markedet er derfor en viktig kilde til kapital. Det utenlandske markedet kan også være en rimeligere finansieringskilde selv etter konvertering av valutaen til norske kroner.

I 2010 ble norske OMF for første gang utstedt i dollar, noe som kan ha sammenheng med uroen knyttet til mange europeiske lands statsgjeld. Bankene fikk da diversifisert sin beholdning, og dette kan redusere sårbarheten mot det europeiske markedet samt generell valutaeksponering (Syed, 2011). OMF utstedt i Norge er notert på Oslo børs eller den alternative markedsplassen (The Oslo Børs Alternative Marketplace for fixed Income Instrumentes/ABM) (Finanstilsynet, 2012c).

3.6 Sikkerhetsmassen:

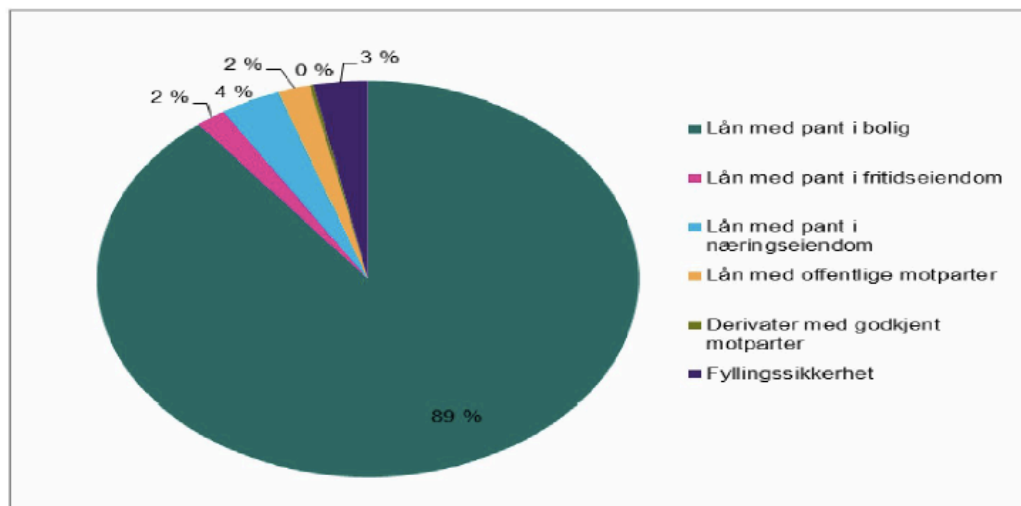
Formålet med sikkerhetsmassen er å ha en definert mengde aktiva som gir investorene sikker og rettidig utbetaling ved obligasjonens forfall. Det som skiller obligasjoner med fortrinnsrett fra alminnelige obligasjoner, er at investorene har en lovfestet prioritert dekningsrett i sikkerhetsmassen. Det stilles strenge krav til sikkerhetsmassen. Kravene er regulert i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner, Finansieringsvirksomhetsloven (1988b) og forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse bestående av offentlige lån, utlån med pant i bolig eller annen fast eiendom, Forskrift om kredittforetaks obligasjoner (2007).

3.6 1 Innhold i sikkerhetsmassen:

For å sikre kvaliteten til sikkerhetsmassen, regulerer loven strengt hvilke aktiva som er kvalifisert til å inkluderes.

Den mest vanlige aktiva er lån sikret ved pant i bolig (bolighypoteklån). Andre aktiva kan være lån sikret ved pant i annen fast eiendom (eiendomshypoteklån), lån sikret ved pant i andre realregistrerte formuesgoder, offentlige lån, aktiva i form av derivatavtaler eller aktiva som utgjør fyllingssikkerhet (Finanstilsynet, 2013c).

Figur 4: Akkumulert sikkerhetsmasse.



Kilde: (Finanstilsynet, 2013c)

3.6.1.1 Boliglån (bolighypoteklån):

For at et boliglån skal være kvalifisert til å inngå i sikkerhetsmassen, må maksimal belåningsgrad være 75 prosent. Lånet må også ha pantsettelse i et gode som ligger innenfor EØS eller OECD-området (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988b).

3.6.1.2 Lån med panterett i annen fast eiendom (eiendomshypoteklån):

Lån med panterett i fast eiendom, sett bort fra boliger, kan inkluderes i sikkerhetsmassen dersom maksimal belåningsgrad er 60 prosent. Også dette lånet må ha pantsettelse i et gode som ligger innenfor EØS eller OECD-området (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988b).

Det har vært uklart hva fritidseiendom skal klassifiseres som. 13. desember 2012 fastsatte Finansdepartementet endringer i forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett mv. og det ble presisert at lån med pant i fritidseiendom skal regnes som eiendomshypoteklån fremfor bolighypoteklån. Dette begrunnes med at det er høyere volatilitet av verdien til en fritidsbolig sammenlignet med en permanent bolig (Finanstilsynet, 2012a).

3.6.1.3 Lån sikret ved pant i andre realregistrerte formuesgoder:

Andre realregistrerte formuesgoder omfatter grunnbok, skipsregister (Norsk Internasjonal Skipsregister), luftfartøyregister og lignende rettighetsregister ordnet etter de formuesgoder som rettigheten gjelder. Videre i Finansieringsvirksomhetsloven (1988b) står det skrevet at lån med pant i realregistrerte formuesgoder ikke kan overstige en nærmere angitt belåningsgrad, og at pantobjektet må ligge innenfor EØS og OECD-området. Da Forskrift om kredittforetaks obligasjoner (2007) per dags dato ikke viser noen bestemte reguleringer for belåningsgrad eller andre nødvendige reguleringer, er det ikke mulig å inkludere slike aktiva i sikkerhetsmassen.

3.6.1.4 Offentlige lån:

Aktiva i form av offentlige lån må være garantert av stater, sentralbanker, regionale og lokale myndigheter og offentlige eide foretak innenfor EØS eller OECD-området. I tillegg må lånene overholde kredittkrav avhengig om landet er medlem av EØS. Dersom landet er medlem av EØS er det ingen krav til kredittkvaliteten på låntakere eller garantister av offentlige lån. Offentlige lån til motparter innenfor OECD-områder, men som ikke er medlem i EØS, må kvalifisere seg for risikoklasse 1 eller 2²⁰. Dersom låntakeren kvalifiseres for risikoklasse 2, kan aktiva maksimalt utgjøre 20 prosent av nominell verdi av utestående OMF (Forskrift om kredittforetaks obligasjoner, 2007).

²⁰ Risikoklasse 1 er lik Standard & Poor's rating lik AAA eller Moody's rating lik Aaa til Aa3. Risikoklasse 2 er lik Standard & Poor's rating lik A+ til A- eller Moody's rating lik A1 til A3.

3.6.1.5 Derivater med godkjent motpart:

Det stilles også krav til motpart i derivatavtaler. Motparten må kvalifisere seg innenfor risikoklasse 1 for at derivatavtalen skal kunne inkluderes i sikkerhetsmassen (Bakke et al., 2010). Det stilles derimot ingen krav til at motparten må være innenfor EØS eller OECD-området.

3.6.1.6 Fyllingssikkerhet:

Fyllingssikkerheten er en likviditetsreserve og kan kun bestå av særlige likvide og sikre fordringer (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988b). Dette kan være ulike typer verdipapirer og bankinnskudd som tilfredsstiller spesifikke krav til risikoklasse 1. Sikkerhetsmassen kan inneholde en fyllingssikkerhet inntil 20 prosent av nominell verdi av utestående OMF (Forskrift om kredittforetaks obligasjoner, 2007). Under særlige forhold, kan Finanstilsynet gi tillatelse til å øke fyllingssikkerheten opp til 30 prosent for en begrenset periode.

3.6.2 Belåningsgrad:

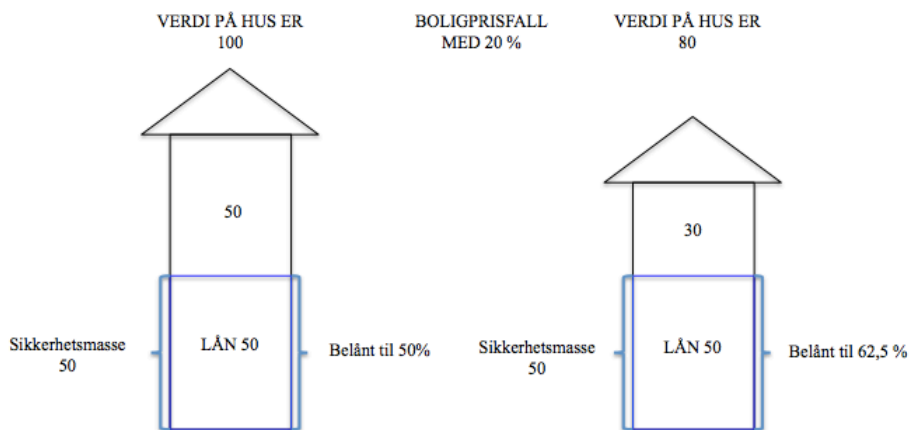
En investor av obligasjoner med fortrinnsrett, har alltid den risikoen at gjenstanden ved tvangsrealisasjon ikke oppnår samme verdi som var lagt til grunn. Et eksempel på dette kan være boligprisfall. For å sikre seg mot verdireduksjon, er det vanlig at banker bare gir lån inntil en viss prosent av panteobjektets verdi. Dette er også en av årsakene til de krav som er satt til hvor godt sikret utlånsporteføljen må være.

For boliglån er det satt et krav at 75 prosent av markedsverdien kan inkluderes i sikkerhetsmassen, mens for lån til næringseiendom og fritidsboliger kan inntil 60 prosent inkluderes. Offentlige lån kan medregnes i sikkerhetsmassen med 100 prosent, da disse er fullstendig sikre (Forskrift om kredittforetaks obligasjoner, 2007).

Under vises et eksempel på hvordan et boligprisfall vil påvirke to lån som finnes i sikkerhetsmassen, men med ulike belåningsgrader. I figur 5 har lånet en belåningsgrad på 50 prosent og i figur 6 har lånet en belåningsgrad på 75 prosent, som er maksgrensen. Hele lånet i den første figuren kan inngå i sikkerhetsmassen, da huset kun er belånt med 50 prosent. Ved et boligprisfall på 20 prosent, stiger belåningsgraden til 62,5 prosent. Hele lånet er fortsatt

innenfor rammen på 75 prosent, og vil dermed inngå i sikkerhetsmassen også etter boligprisfallet.

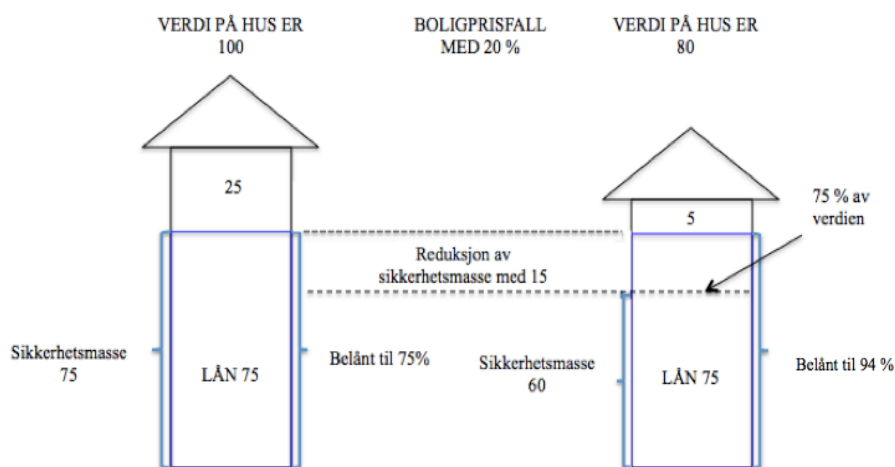
Figur 5: Opprinnelig belåningsgrad 50 prosent.



Kilde: Egen figur

Lånet i figur 6 har en belåningsgrad på 75 prosent før boligprisfallet, og hele lånet inngår i sikkerhetsmassen. Etter boligprisfallet reduseres verdien på huset til 80, noe som innebærer at belåningsgraden øker til 94 prosent. Andelen over 75 prosent kan inngå i sikkerhetsmassen, men skal ikke være med i beregningen av balansekravet (Bakke et al., 2010).

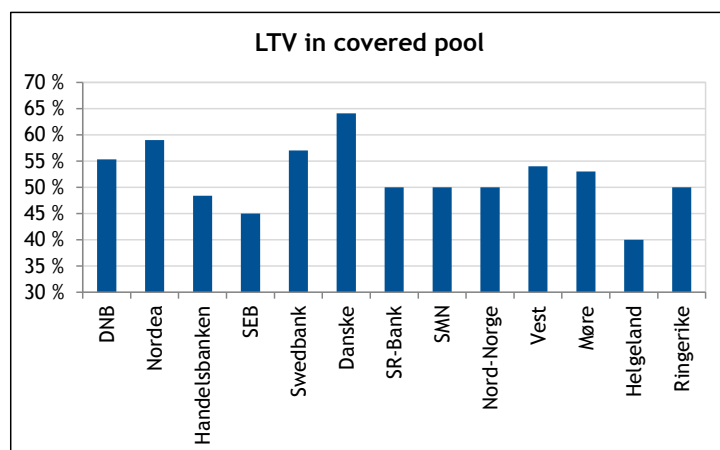
Figur 6: Opprinnelig belåningsgrad 75 prosent



Kilde: Egen figur

Hvor mye sikkerhetsmassen påvirkes av en nedgang i boligpriser, avhenger derfor av sammensetningen av boliglånene. Om alle lånene var belånt med 75 prosent, og boligprisene faller med 20 prosent, ville verdien av sikkerhetsmassen reduseres med tilsvarende. Kredittforetakene har en jevn fordeling mellom belåningsgrader opp til 75 prosent, slik at sikkerhetsmassen ikke påvirkes like mye som en bolig ved et fall i boligpriser.

Figur 7: Sikkerhetsmasse i ulike banker fordelt etter belåningsgrad (LTV²¹).



Kilde: (Berents, 2013)

Som figuren ovenfor viser, har boligkredittforetakene en belåningsgrad i sikkerhetsmassen som er lavere enn 75 prosent.

3.6.3 Begrensninger i eierandel:

Enkelte investeringsselskaper har begrensninger på hvor mye kapital de kan plassere i samme objekt. Dette vil være med på å diversifisere og begrense risiko. For kredittforetak som utsteder OMF er det gitt regler for hvor mye av kapitalen de kan konsentrere i samme utlån. Kredittforetaket kan maksimalt låne fem prosent av sin kapital til samme låntaker eller med sikkerhet i samme panteobjekt. Dersom beløpet overstiger fem prosent, vil det overskytende ikke regnes med i sikkerhetsmassen ved vurdering av om kravet til beløpsmessig balanse er oppfylt. Eksponeringen mot bank kan maksimalt utgjøre 15 prosent.

²¹ LTV står for "loan to value".

3.6.4 Verdsettelse av sikkerhetsmassen:

Verdien av boliglån er basert på en forsvarlig vurdering av eiendommen, utført av en ekstern fagperson. Utgangspunktet er at de underliggende aktiva må vurderes individuelt ut fra et generelt prisnivå, forutsatt at dette er forsvarlig ut fra eksisterende markedsforhold. Det benyttes automatiserte verdsettelsesmodeller for å finne gode anslag på verdien. I Norge har de fire største bankforetakene²² gått sammen om et eget selskap, Eiendomsverdi AS, som utvikler verdsettelsesmodeller basert på data fra over 90 prosent av norske eiendomsめglere (Grette, 2013).

3.6.4.1 Krav til beløpsmessig balanse:

Et krav til sikkerhetsmassen er at den konsekvent skal gi tilstrekkelig sikkerhet til å kunne oppfylle obligasjonseierens krav. Den beløpsmessige balanse innebærer derfor at sikkerhetsmassens verdi til enhver tid skal overstige verdien av utestående OMF (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988b).

3.6.4.2 Overpantsettelse:

Verdien av sikkerhetsmassen skal overstige verdien av de utestående OMF. Det overskytende beløpet kalles en overpantsettelse. Overpantsettelsen skal redusere risikoen for investorer ved at det vil være tilstrekkelig med midler i sikkerhetsmassen for å møte alle kravene investorene stiller.

Det finnes ingen reguleringer for hvor stor overpantsettelsen skal være, men norske kredittforetak kan følge interne retningslinjer for å oppnå best mulig rating. Blant annet stiller ratingbyråer krav til hvor stor overpantsettelsen skal være.

3.6.4.3 Krav til likviditet:

Kredittforetaket skal til enhver tid sørge for at sikkerhetsmassen har tilstrekkelig likviditet til å møte obligasjonseierens krav. Loven fastsetter to krav i denne sammenheng.

²² DNB, Sparebank1, Terra og Nordea.

Det første kravet går ut på at kredittforetaket skal sørge for at sikkerhetsmassen ikke påtar seg mer likviditetsrisiko enn det som er forsvarlig. Det andre kravet går ut på at kredittforetaket skal etablere rammer for avvik mellom fremtidige inn- og utbetalinger. Dette innebærer at foretaket må opprettholde en positiv kontantstrøm som gir en likviditetsreserve (Finansieringsvirksomhetsloven, 1988b). Størrelsen på likviditetsreserven er ikke fastsatt av regulering, men er foreslått å være tilstrekkelig til å dekke netto refinansieringsbehov og andre kostnader for en periode på seks måneder.

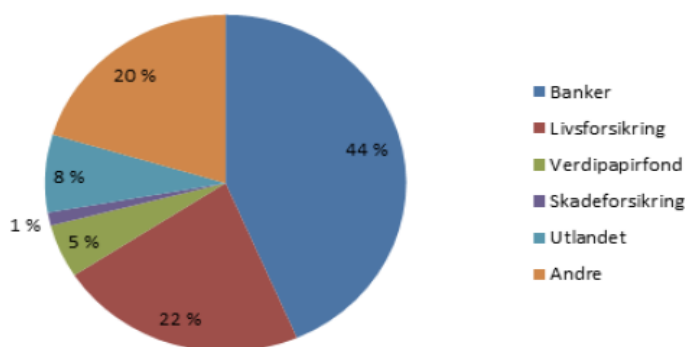
3.6.5 Registrering og overvåking:

Loven tilsier også at kredittforetaket skal føre et register over både de utstedte obligasjonene og de lån som utgjør sikkerhetsmassen. I tillegg er en uavhengig revisor oppnevnt av Finanstilsynet for å overvåke at registeret føres korrekt. Revisoren skal minst hver tredje måned kontrollere at kravene om beløpsmessig balanse og registrering er oppfylt (Forskrift om kredittforetaks obligasjoner, 2007). Dette vil være med på å fremme OMF som et sikkert objekt, i tillegg til å forenkle myndighetskontrollen av de omfattende reglene rundt OMF.

3.7 Investorer:

De største investorene i det norske OMF-markedet er bankene selv og livsforsikringselskap. Andre store investorer er pensjonskasser, forsikringselskap og ulike typer fond.

Figur 8: Fordeling av OMF utstedt i Norge til ulike investorgrupper.



Kilde: (Baltzersen, 2013)

Mange av disse investorene er underlagt krav i henhold til risiko og rating, noe som gjør OMF til et attraktivt investeringsobjekt, da OMF har både lav risiko og god rating (Bakke et al., 2010). Finanstilsynet skriver i sitt brev til Finansdepartementet at kredittforetakene selv mener OMF tiltrekker seg investorer som ikke er interessert i andre norske bankobligasjoner, blant annet på grunn av lav eller manglende rating. Slike investorer kan være utenlandske sentralbanker (Finanstilsynet, 2012c). Hvis kredittforetakenes påstand stemmer vil det bety at uten utviklingen av det norske OMF-markedet, ville en stor andel av kapitalen som hentes inn i bankene gjennom OMF ikke vært tilgjengelig. Derfor vil det være viktig å opprettholde denne finansieringskildens sikkerhet, slik at en god rating ivaretas og investorene fortsetter å se på det norske OMF markedet som en gunstig investering.

Norske banker har en stor eierandel i OMF, og dette kan begrunnes av flere faktorer. Når bankene overfører lån til kredittforetaket for sikkerhet i utstedelse av OMF, gir normalt banken foretaket kortsiktig kreditt. Ved tilbakebetaling av kreditten kan foretaket enten selge OMF for å skaffe seg kapital, eller så kan banken motta en OMF med verdi tilsvarende lånene de har overført. Bankens balanse endres dermed ved at OMF eller midler fra salget erstatter utlån. OMF er også for banken et attraktivt investeringsobjekt, blant annet fordi disse obligasjonene kan stilles som sikkerhet for lån i Norges Bank. Spesielt vil dette være attraktivt da Norges Bank etter februar 2012 ikke lenger godtar andre bankobligasjoner som sikkerhet (Bakke et al., 2010). Bytteordningen er også en av grunnene til bankenes store eierandel av OMF.

3.8 Hensikten med OMF:

Som Finanstilsynet skrev i sitt brev til Finansdepartementet 3. oktober 2012 var det flere grunner til at det ble innført et nytt lovverk for obligasjoner med fortrinnsrett i 2007. Blant disse finner vi som også tidligere nevnt; forbedret konkurransesituasjon for norske foretak, bredere utvalg av finansielle instrumenter, lavere kostnader for lånekunder, samt at det skulle bidra til større andel av fastrentelån blant norske husholdninger (Finanstilsynet, 2012c).

3.8.1 Bedre konkurransesituasjon:

Covered bonds har eksistert i mange år, og selv om regelverket har endret seg og varierer til dels fra land til land, har det bygget seg opp et solid rykte. Det eksisterer kun et fåtall historiske tilfeller der utstederne av covered bonds har blitt insolvente, og markedet har derfor stor tillit til dette instrumentet.

Erfaringsmessig har covered bonds vært lettere å både utstede og omsette i urolige tider, og dette ser vi også bevis på for norske OMF under den internasjonale finanskrisen. Det har heller ikke vært tilfelle av mislighold i denne perioden (Bakke et al., 2010). I 2011 økte uroen i det europeiske markedet som følge av mange lands høye statsgjeld, og igjen har norske OMF vært en viktig finansieringskilde for norske banker i et urolig marked. Etterspørselen etter sikre instrumenter de siste årene har vært stor, både i det internasjonale markedet så vel som det norske. OMF har derfor blitt et svært attraktivt investeringsinstrument (Finanstilsynet, 2012c).

Ratingselskaper setter strengere krav til OMF enn lovverket, noe som gjør OMF særskilt sikre. Spesielt vil dette relatere seg til strenge krav til likviditetsstyring. Ratingbyråene kan stille krav til kredittforetaket om sikkerhet for utbetaling til eiere selv i perioder hvor refinansiering ikke er mulig. Disse kravene fra ratingbyråene bidrar til at OMF som oppnår en god rating har lavere risiko enn OMF som kun oppfyller kravene i lovverket. For å oppfylle kravet om god likviditet fra ratingselskapene, samt sikre rettidig betaling til investorene, foreslår Bakke et al. (2010) flere tiltak et kredittforetak kan benytte:

- Balansestyring i henhold til kredittforetakets aktiva og passiva kan bidra til større sikkerhet for utbetaling til investorene. Dersom forfall på kredittforetakets aktiva og passiva samsvarer vil det være enklere å sikre utbetalinger knyttet til passiva siden, altså investorene.
- Det settes også krav til overpantsettelse av sikkerhetsmassen. Verdien av sikkerhetsmassen skal altså overgå verdien på utestående OMF. Dette gir sikkerhet i form av at innbetalinger fra aktiva siden overgår utbetalinger knyttet til passiva siden. Samtidig gir dette sikkerhet for OMF eierne ved at fyllingssikkerheten kan selges for å

innfri krav fra investorene. Fyllingssikkerheten skal bestå av sikre og likvide aktiva slik at nødvendig kapital kan innhentes ved likviditetsproblemer.

- ”Soft bullet” eller utsatt forfall gir kredittforetaket mulighet til å utsette forfallstidspunktet knyttet til obligasjonen. Dette gir kredittforetaket mer tid til å skaffe nødvendig kapital for å innfri investorenes krav.
- Kredittforetakene har gjennom morbank tilgang på likviditet, og kan på den måten skaffe seg nødvendig kapital til å innfri krav fra investorer. Dersom kontantstrømmen fra kredittforetakets aktiva skulle være manglende, er dette en ressurs foretaket kan benytte.
- Sikkerhetsmassen til norske OMF består hovedsakelig av lån med flytende rente. Dette er en sikkerhet for investorene samt foretaket da de har mulighet for å øke rentesatsen på foretakets aktiva. Gevinsten gis i form av økt kontantstrøm til foretaket som øker sikkerheten for OMF investorene. Dersom låntakerne bytter långiver for å slippe økt rentesats vil kredittforetaket motta hovedstol og dermed skaffe seg likviditet. Norske utstedere har bedre mulighet for å skaffe seg likviditet på denne måten enn andre land da sikkerhetsmassen til mange utenlandske utstedere består av lån med fast rente. Dette er ofte noe som vektlegges tungt blant ratingbyråene.

Ved å overføre de sikreste aktivaene over i sikkerhetsmassen, samt følge kravene ratingbyråene stiller, oppnår OMF en høy rating (Finanstilsynet, 2012c). Dette bidrar til å gjøre OMF til et attraktivt investeringsinstrument for norske og utenlandske investorer. Den høye ratingen som gjenspeiler et svært sikkert investeringsinstrument, samt den økte etterspørselen etter slike instrumenter, gjør at investorene ikke krever høy avkastning. Samtidig har OMF bidratt til at norske banker har fått mulighet til å hente kapital hos utenlandske investorer de tidligere ikke har hatt tilgang til (Finanstilsynet, 2012c). Investorenes lave avkastningskrav bidrar til lav kostnad for innlån av kapital til bankene og kredittforetakene.

Utlån til boliglånskunder har betydelig lengre løpetid enn foretakenes innlån. Løpetiden på utlån ligger ofte mellom 10 og 20 år, og kan i noen tilfeller være enda lengre. Som nevnt tidligere er løpetiden på innlån gjennom sertifikater under ett år, seniorobligasjoner har

løpetid på ett til tre år, mens OMF hovedsakelig har løpetid på over tre år. OMF bidrar derfor med å redusere gapet i løpetid mellom foretakenes aktiva og passiva. Dette reduserer også likviditetsrisikoen.

Hensikten med innføringen av OMF med hensyn på å bedre konkurransesituasjonen for norske banker, må på bakgrunn av det overnevnte derfor sies å være oppfylt (Finanstilsynet, 2012c).

3.8.2 Diversifisering:

Et annet moment med innføringen av OMF var ønsket om større mulighet for diversifisering i det norske finansmarkedet, gjennom et bredere utvalg av finansielle instrumenter. Etter lovverksendringen i 2007 har norske bankers finansiering gjennom obligasjonsmarkedet økt betraktelig. Bytteordningen samt investorenes økte risikoaversjon har bidratt vesentlig til denne utviklingen. Det norske obligasjonsmarkedet er fortsatt ikke like utviklet som i andre europeiske land, men OMF som del av bankenes markedsfinansiering har økt betraktelig de siste årene, og utgjør i dag over en tredjedel av norske bankers markedsfinansiering (Finanstilsynet, 2012c).

3.8.3 Lavere lånekostnader:

Lavere innlånskostnader for bankene kommer, som også nevnt tidligere, av flere faktorer. De sikreste boliglånene er overført til sikkerhetsmassen til boligkredittforetaket. Dette fører til en stabil kontantstrøm fra låntakerne, som videre delvis distribueres til OMF investorene. I tillegg er sikkerhetsmassen en god sikkerhet for investorene dersom foretaket skulle møte på problemer. På grunn av god sikkerhet og stor etterspørsel etter sikre instrumenter på markedet krever ikke investorene like høy avkastning som for andre investeringsinstrumenter. Tidligere ble en mye større del av bankens innlån finansiert gjennom seniorobligasjoner hvor investorene krever høyere avkastning som igjen betyr høyere innlånskostnader for bankene.

Som følge av lavere innlånskostnader for bankene gjennom OMF var hensikten også at lovverket skulle bidra til lavere lånekostnader for kunder ved opptak av boliglån. Som Finanstilsynet påpeker i sitt brev er det vanskelig å isolere effekten av OMF fra andre faktorer som påvirker utlånsrenten (Finanstilsynet, 2012c).

3.8.4 Fastrentelån:

Bak innføringen av det nye lovverket i 2007 var det også et ønske om at OMF skulle bidra til en økning i fastrentelån i norske husholdninger. Det ser derimot ikke ut til at innføringen av OMF har bidratt til å endre husholdningers preferanser når det kommer til å binde renten på boliglån. Finanstilsynet skriver i sitt brev at sammenlignet med tidligere perioder er ikke andelen fastrentelån vesentlig endret etter innføringen av OMF. Begrunnelsen for ønske om økning i fastrentelån var å gi norske husholdninger mer forutsigbare kostnader (Finanstilsynet, 2012c). Forutsigbare kostnader for husholdningene gir igjen mer forutsatte inntekter for bankene samt boligkredittforetakene. Videre kan det påpekes at forutsatte kostnader for husholdningene kan bidra til mindre mislighold av lån da fast rente på boliglån gir bedre utsikter til hvilke kostnader boliglåntakere må forholde seg til.

For mange vil det å kunne binde renten på boliglånet være lønnsomt når den ligger såpass lavt som den har gjort de siste årene. Likevel er ikke det tendensen vi har sett i markedet. Årsaken til dette kan være flere grunner, blant annet folks stadige tro på at renten skal gå enda lavere. Ingen ønsker å sitte med et lån med fastrente som er betydelig høyere enn flytende rente. I gjennomsnitt har det over lengre tid vært en tendens til at fastrente har vært noe høyere enn flytende rente, noe som også kan være en årsak til at mange velger å ikke binde renten.

Som nevnt tidligere, består sikkerhetsmassen hovedsakelig av lån med flytende rente. Dette bedrer bankenes og kredittforetakenes mulighet for å øke kontantstrømmen inn, og er en betydelig kilde til likviditet. Denne kilden til likviditet øker sikkerheten for både foretakene samt investorene og er ofte et elementært moment i ratingselskapenes vurdering av kredittforetakene. Det faktum at fastrentelån ikke har steget betydelig etter innføringen av OMF må kunne sies å være en sikkerhet for foretakene og investorene.

3.9 Bekymringer knyttet til økt pantsetting av aktiva:

Både i Norden og ellers i Europa uttrykkes det i stor grad bekymring for en økende andel av pantsatte aktiva på bankenes balanser. Økningen har vært betraktelig de siste årene, og i flere land er det innført en begrensning på hvor stor andel som kan pantsettes.

Blant annet uttalte EBA:

”Økt bruk og avhengighet av sikret finansiering fører til økte nivåer av pantsettelse av aktiva. Per dags dato er ikke gjennomsnittstallet på pantsettelsen svært høy, men i mange land ser man tendenser til at banker bruker sikret finansiering svært omfattende” (European Banking Authority, 2012, p. 19).

Bank of England uttalte følgende:

”Sikret finansiering øker bankens finansieringsmangfold, og fungerer som en elastisk finansieringskilde i stressende markedsforhold når en investor krever høyere sikkerhet. Covered bonds har en nøkkelrolle som en bærekraftig finansieringskilde. Men det oppstår også risiko som følge av økende nivåer av pantsettingen” (Bank of England, 2012, p. 42)

Videre viser de til risikoer som reduserte aktiva tilgjengelig for usikrede kreditorer ved insolvens, og redusert takhøyde for ytterligere finansiering da usikrede aktiva i balansen er redusert.

3.9.1 I Norge:

I brev 29. Juni 2012 ba Finansdepartementet Finanstilsynet vurdere om OMF-regelverket virker etter hensikten, samt om det var behov for å styrke robustheten. Finanstilsynet har gitt tilbakemelding til Finansdepartementet på hva konsekvensene av økt pantsetting grad kan lede til, noe som samsvarer med de bekymringene som finnes i andre land.

3.9.1.1 Redusert fleksibilitet:

Ved utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett setter man pant i boliglån. Dette betyr at finansforetakene pantsatter eiendeler for å finansiere virksomheten. Med stor andel pantsatt aktiva, vil dette lede til mindre fleksibilitet i balansestyringen (Finanstilsynet, 2013c). I motsetning vil man med en stor andel ikke-pantsatt aktiva bruke disse til å skaffe ekstra likviditet i fremtiden, om nødvendig. Disse aktiva kan fungere som en ubrukt likviditetsbuffer dersom noe uventet skulle oppstå.

Til tross for bekymringen rundt pantsettelse, er det viktig å påpeke at pantsettelse av aktiva fører til en økning av bankens kontantbeholdning, og dermed reduserer bankens sannsynlighet for mislighold (PD²³). Men etter at denne kontantbeholdningen er pantsatt, er det mindre aktiva igjen til å dekke den gjenstående likviditetsrisikoen (Juks, 2012a).

I tillegg til bankens reduserte evne til å innhente ekstra likviditet, vil økt pantsettelse av nåværende aktiva gjøre banken mer følsom for endringer i den underliggende sikkerhetsmassen. Når verdien av sikkerhetsmassen reduseres, må banken finne ytterligere sikkerhet for å oppveie fallet i verdien. Dette øker likviditetsrisikoen i kriseperioder. Med økt pantsetting av aktiva er det dermed en lavere andel aktiva som er tilgjengelig som sikkerhet for fremtidig finansiering. Dersom det oppstår en krisesituasjon, vil ikke kredittforetakene kunne bruke den pantsatte aktiva, og det kan dermed oppstå mangel på likviditet. Likviditetsrisikoen øker på grunnlag av dette (Juks, 2012a).

3.9.1.2 Økt risiko for usikrede kreditorer og innskytere:

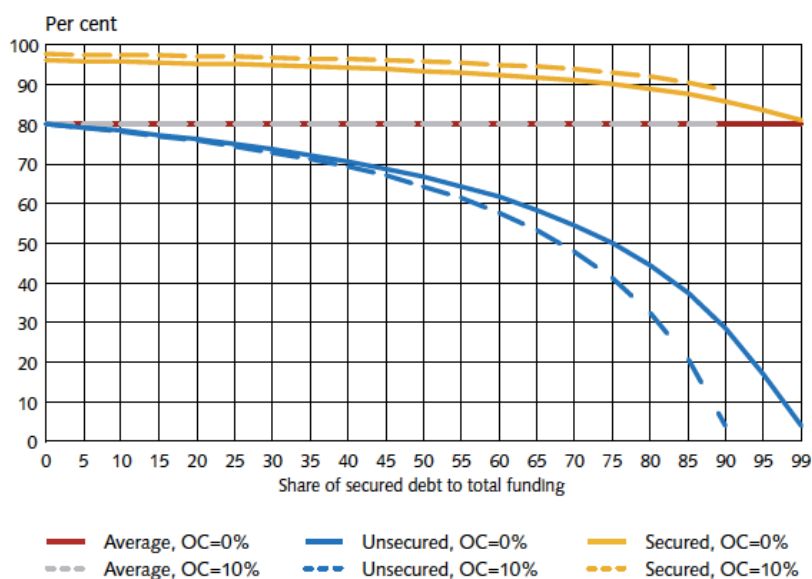
Når en stor del av bankkonsernets aktiva er pantsatt, vil det si at det er mindre ikke-pantsatte aktiva igjen. Da kravet på belåningsgraden på lånene som er pantsatt er på 75 prosent eller lavere, vil dette si at kvaliteten på ikke-pantsatt aktiva er dårligere. Dette kan over tid bety at usikrede investorer må ta på seg en større del av risikoen, og LGD²⁴ for usikrede investorer kan øke (European Banking Authority, 2012).

²³ Probability of default.

²⁴ Lost given default

For å bedre forstå hvordan risikoen skifter, vil vi illustrere dette for en hypotetisk bank: Vi antar at OMF og seniorobligasjoner er de eneste tilgjengelige finansieringskildene. Antar også at egenkapitalen er satt lik null. Nivået av pantsettelsen av aktiva finnes ved å se på forholdet mellom OMF og total forvaltningskapital, og graden av overpantsettelsen. Vi antar at banken utsettes for et stress-scenario, der aktiva reduseres med 20 prosent i verdi, og dermed må erstatte reduksjonen med ny aktiva.

Figur 9: Recovery rate og andel OMF i forhold til total forvaltningskapital i banker med ulik grad av overpantsettelse (OC²⁵).



Kilde: (Juks, 2012b).

Recovery rate²⁶ for både OMF og seniorobligasjoner er vist i figur 9 for ulike grader av pantsettelse. Den gjennomsnittlige recovery rate antas å være 80 prosent, som tilsvarer en LGD på 20 prosent. Dersom det ikke er pantsatt noe aktiva, vil recovery rate for seniorobligasjonene være lik gjennomsnittlig recovery rate. Som vi ser av figuren, vil større andel av OMF redusere recovery rate for seniorobligasjonene. Dette indikerer at ekstra risiko overføres til de usikrede investorene. Vi ser at recovery rate for OMF også vil reduseres jo større andelen blir, men den vil holde seg over gjennomsnittet frem til OMF er den eneste finansieringskilden. Med økt overpantsettelse vil recovery rate for OMF øke, mens den vil reduseres raskere for usikrede investorer. Forholdet mellom det som kan dekkes ved eventuelle tap for OMF og seniorobligasjoner er ikke-lineært, noe som betyr at risikoen for

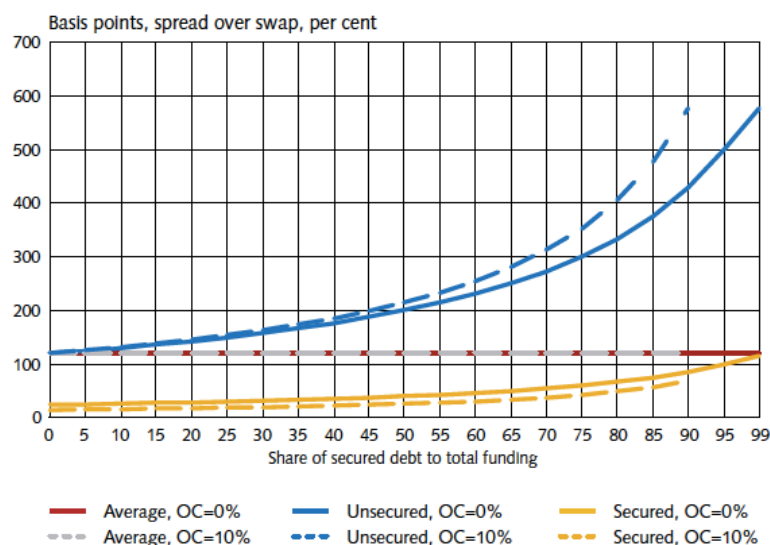
²⁵ Over Collateralisation (overpantsettelse).

²⁶ Recovery rate er definert som $1 - LGD$. Altså hvor mye som kan dekkes dersom noe går galt.

usikrede investorer er større i en bank som har stor andel av pantsatt aktiva fremfor en bank som har lavere andel pantsatt i forhold til total forvaltningskapital (Juks, 2012a).

Da usikrede investorer må ta på seg en større del av risikoen, kan dette begrense tilgangen på usikret finansiering, som seniorobligasjoner. Dette kan igjen lede til et mindre diversifisert marked, og risikoen i hele det finansielle systemet øker. Samtidig trenger ikke rasjonelle usikrede investorer bli negativt påvirket, da de kan prise økningen av risiko. Figur 10²⁷ viser virkningen på hvordan ”spreaden” mellom OMF og seniorobligasjoner endres etter ulike grader av pantsettelse og overpantsettelse. Vi ser at reduksjonen i recovery rate for seniorobligasjoner fra figur 9, leder til økt spread for seniorobligasjoner. Med større andel av overpantsettelse, vil også spreaden øke jo mer aktiva finansforetaket har pantsatt. Ut i fra dette ser vi at usikrede investorer kan kompensere økningen i risiko ved å kreve høyere avkastning. Dette betyr at å finansiere seg med seniorobligasjoner vil være et mer kostbart finansieringsalternativ for finansforetak.

Figur 10: Spreads og andel OMF i forhold til total forvaltningskapital.



Kilde: (Juks, 2012c).

For å oppsummere kort har vi sett at økt pantsettelse av aktiva kan lede til økt risiko for usikrede investorer og at dette igjen kan føre til at de krever økte avkastningskrav. Det er også verdt å nevne to parametere som også vil ha innvirkning på resultatet om disse endres: misligholdssannsynligheten (PD) og gjennomsnittlig recovery rate. Dersom PD øker, vil

²⁷ Her er LGD multiplisert med en risikonøytral sannsynlighet for mislighold, som antas å være på 6 prosent.

effektene av pantsettelse av aktiva være mer relevant (Juks, 2012a). I en perfekt økonomi der all informasjon er tilgjengelig vil ikke recovery rate ha noen innvirkning direkte, men dersom sannsynligheten for mislighold øker, vil investorene bli mer oppmerksom på økt risiko og prise seg deretter.

Hvor stor LGD banken har vil også være med på å påvirke hvor stort utfallet for risikooverføring vil bli. Usikrede investorer i banker med lav LGD vil ikke påvirkes i like stor grad som i banker med høy LGD.

3.9.1.3 Prosyklikalitet:

Vi kan demonstrere prosyklikalitet med to scenarier. Det første tar for seg en nedgangskonjunktur internasjonalt. Dette kan igjen føre til redusert eksport, økt arbeidsledighet og kraftige fall i boligmarkedet, slik vi har sett det internasjonale markedet har vært de siste årene. Reduserte priser og lavere etterspørsel i boligmarkedet kan være med på å gi dårligere rating av boligkredittforetak, som igjen fører til at bankene får et behov for å overføre ytterligere boliglån til boligkredittforetakene. Situasjonen for morbankens usikrede investorer blir forverret, og risikoen for innlånssvikt for bankene og sterk kredittkontraksjon øker.

Det andre scenarioet tar for seg den høye etterspørselen etter boliger og den sterke prisstigningen i boligmarkedet. Obligasjoner med fortrinnsrett har lavt avkastningskrav, og i tillegg er risikovektene på boliglån vesentlig lavere enn på foretakslån. OMF er en billigere finansieringskilde for banker enn annen markedsfinansiering. Dette kan ha ført til at gjeldsveksten i Norge har vært økende²⁸, og prisveksten på boliger er forsterket, noe som gir en høyere verdi på sikkerheter som kan plasseres i sikkerhetsmassen. Bankene får dermed et ekstra grunnlag for ytterligere overføring av boliglån til boligkredittforetakene, og for nye OMF-utstedelser. Det blir derfor en selvforsterkende spiral (Baltzersen, 2013).

²⁸ Gjeldsveksten er fortsatt økende, men i et lavere tempo enn på midten av 2000-tallet (FNO, 2013c).

3.9.2 Internasjonalt:

European Systemic Risk Board (ESRB) ble opprettet som følge av den seneste globale finanskrisen. Hensikten var å vurdere hvordan europeiske overvåkningssystemer kunne styrkes, for å kunne beskytte innbyggerne bedre samt gjenoppbygge tillitten i det finansielle systemet. ESRB er en del av European System of Financial Supervision (ESFS) som har til hensikt å sørge for overvåkning av den Europeiske unionens finansielle system (ESRB, 2013).

20. desember 2012 publiserte ESRB en anbefaling gjeldende finansiering av kredittforetak. Her oppfordres tilsynsmyndighetene til overvåkning og vurdering av finansieringsrisiko, samt overvåkning av pantsetting av eiendeler, eller ”asset encumbrance” som brukes i rapporten. Rapporten setter fokus på covered bonds og pantsettelse, og ESRB anbefaler harmonisering av nasjonale covered bonds regulatoriske rammeverk, spesielt i forhold til kvalitet og utskillelse av sikkerhetsmassen.

“...ESRB recommends the harmonisation of national covered bond regulatory frameworks, particularly in relation to issues such as the quality and segregation of cover pools, insolvency remoteness, asset/liability risks affecting cover pools, and disclosure, which vary as between EU Member States.”

ESRB anbefaler at EBA (European Banking Authority) vurderer retningslinjer basert på ”beste praksis” (Baker & McKenzie, 2013). Anbefalingen består av en rekke punkter og her gjengis noen få (ESRB, 2012):

- Nasjonale myndigheter med ansvar for overvåking av det finansielle systemet er anbefalt å intensivere deres vurdering av finansiering- og likviditetsrisiko påført av kredittforetak, samt deres risikostyring.
- Det anbefales også at myndighetene skal kreve at kredittforetakene etablerer prosedyrer for å identifisere, overvåke og styre risiko assosiert med pantsetting av eiendeler. Kredittforetakene bør også i sine planer inkludere strategier for stress scenarioer, nedgradering av kredittrating, devaluering av panteobjekter og økning av marginkrav.
- Overvåking av mengde, utvikling og kredittkvalitet på eiendeler som enda ikke er pantsatt, men som kan pantsettes i fremtiden, og hva som er tilgjengelig for usikrede kreditorer. EBA er anbefalt å gi retningslinjer på harmoniserte modeller og

definisjoner for å forenkle overvåkingen av pantsetting av eiendeler i overensstemmelse med etablert rådgivingspraksis.

- EBA er anbefalt å utvikle retningslinjer for transparenskrav for kredittforetak i forbindelse med pantsetting av eiendeler.
- Nasjonale myndigheter anbefales å identifisere ”beste praksis” vedrørende covered bonds og oppfordre til harmonisering av nasjonale rammeverk. EBA skal vurdere om det er passende å gi retningslinjer eller anbefalinger basert på ”beste praksis” etter en periode på to år med overvåkning av markedet. Dersom EBA finner det nødvendig med et lovgivende forslag, vil de rapportere dette til European Commission og informere ESRB.

Videre har ESRB satt opp en tidsplan for oppfølging av de ulike punktene. Tidsrammen strekker seg fra desember 2013 til desember 2016.

Dersom ESRB vurderer at det skal innføres et internasjonalt regelverk angående covered bonds, og hvor mye som kan pantsettes, vil dette også påvirke den norske banksektoren. Da Norge er medlem av EØS, må man innrette seg etter de internasjonale regelverkene.

4 METODE:

Dette kapittelet tar for seg en gjennomgang av den metoden som er valgt for å gjennomføre studien vår, samt hvilke motivasjoner som ligger bak dette. Videre vil vi vise til hvordan utvalget av respondenter har foregått, hvilke data vi har samlet inn og hvordan dette har blitt bearbeidet. Dataens validitet og reliabilitet blir også diskutert, samt oppgavens begrensning.

4.1 Undersøkellesdesign:

I enhver undersøkelse er det ulike fremgangsmåter. Design er en beskrivelse av hvordan prosessen skal legges opp for å løse den aktuelle problemstillingen. Hvilke data man trenger, hvordan fremskaffe dataen, samt analysen av innhentet data er sentrale punkter. Valg av undersøkelsesdesign vil avhenge av kunnskapen man har på området og hvilke ambisjonsnivå man har med hensyn på å analysere og forklare sammenhenger. Gripsrud, Olsson, and Silkoset (2004) skiller mellom tre hovedtyper design:

- Eksplorativt
- Deskriptivt
- Kausalt

4.1.1 Eksplorativt design:

Eksplorativt design brukes dersom forskeren i utgangspunktet vet lite om temaet. Hensikten med undersøkelsen kan da være å få bedre innsikt på området. Forskeren har ikke kjennskap til relevante teoretiske begreper og forståelse for hvilke sammenhenger som vil eksistere.

4.1.2 Deskriptivt design:

Deskriptivt design brukes når forskeren har grunnleggende kjennskap til temaet og ønsker å beskrive en situasjon. Typisk for en slik undersøkelse er strukturerte spørreskjemaer og et representativt utvalg respondenter fra en målgruppe. Observasjoner og sekundærdata kan også benyttes.

4.1.3 Kausalt design:

Kausalt design benyttes for å forklare årsak-virkning sammenheng. Denne formen for design er et type eksperiment hvor man manipulerer uavhengige variabler for å deretter se effekten på den avhengige variabelen.

4.1.4 Vårt valg av undersøkelsesdesign:

Denne oppgavens design kan sies å være todelt. Før vi startet på oppgaven hadde vi ingen kjennskap til temaet obligasjoner med fortrinnsrett. Teorien og intervjuene tar sikte på å belyse temaet obligasjoner med fortrinnsrett og forholdene rundt i større grad, og kan beskrives som et eksplorativt design. Samtidig har vi i oppgaven fokusert på å få frem noen av bankenes synspunkter, og dermed benyttet det som kan beskrives som et deskriptivt design.

4.2 Valg av metode:

Problemstillingen bør være grunnlaget for hvilken undersøkelsesmetode som brukes for å samle inn data (Jacobsen, 2000). Utarbeidelse av problemstilling har foregått parallelt med oppgavearbeidet etter hvert som vi har opparbeidet oss mer kunnskap om temaet. Biveileder har også bidratt med hjelp og innspill her. Undersøkelsesmetode kan deles i kvalitativ og kvantitativ metode. Vi har valgt å benytte oss av en kvalitativ metode. Begrunnelsen for dette er at vi ønsket en dypere forståelse rundt problemstillingen vår og lære mer om et tema vi ikke hadde kjennskap til før utarbeidelsen av oppgaven.

En kvalitativ tilnærming tillater respondentene å gi fyldigere beskrivelser av det problemet vi ønsker å se på, enn gjennom en spørreundersøkelse med svaralternativer, som tilhører den kvantitative tilnærmingen. Ved å gjennomføre en undersøkelse som baserer seg på en kvalitativ tilnærming kan lengre intervjuer med et utvalg innenfor målgruppen som vi har valgt, være en god måte å samle inn de nødvendige data på. Vi fant ut at en kvalitativ tilnærming var velegnet for denne undersøkelsen, da vi ønsket en dypere forståelse av temaet fremfor å teste hypoteser. Ved denne metoden kunne respondentene formulere sine egne svar og ikke være for kontrollert av svaralternativer som vi hadde valgt. Det er også et faktum at vi

som undersøker ikke visste svarene vi kunne få på spørsmålene våre. Om vi skulle hatt en spørreundersøkelse, måtte vi hatt mange svaralternativer på hvert spørsmål for dekke alle mulige svar som vi kunne tenke å få. Da respondentene våre er ulike antok vi at de ville komme med ulike svar, og dette ville gjort spørreundersøkelsen stor og rotete.

Den kvalitative tilnærmingen økte sjansene for å få svar på hvordan bankene tenker i forhold til OMF som finansieringskilde og hvorfor utviklingen har blitt som den har, og ikke bare gi informasjon om hvordan situasjonen har utviklet seg. Risikoen for å miste verdifull informasjon hadde sannsynligvis økt om vi hadde valgt å benytte oss av en kvantitativ tilnærming, som ytterligere motiverte til valg av tilnærming.

4.3 Utvalg:

Når det er individer som skal delta i undersøkelsen må det bestemmes hvem som skal velges ut og hvilken størrelse det skal være på utvalget. En kvalitativ metode er ofte tidskrevende samtidig som innsamlet data kan bli vanskelig å analysere ved mange respondenter. Utvalg av enheter vil ofte i stor grad bestemme hvilke informasjon som blir hentet inn. Det vil derfor være viktig å være oppmerksom på hvem vi undersøker (Jacobsen, 2000).

Undersøkelsens populasjon er norske banker som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett ved hjelp av enten heleide eller deleide boligkreditselskap. I Norge har vi i dag 23 boligkredittforetak som utsteder OMF, der fem av disse er deleide mellom flere banker, og de resterende er heleide. Det finnes mange ulike måter forskere kan finne et utvalg som er nødvendig å ha for å kunne gjennomføre undersøkelsen innenfor den gitte tidsrammen. En metode er å gjøre et såkalt bekvemmelighetsutvalg. Dette innebærer at valget av respondentene bestemmes av hva som er enkelt å gjennomføre (Gripsrud et al., 2004). Et eksempel på dette kan være at bedriften vi ønsker å intervjuer stiller restriksjoner om at de vil bestemme hvem som skal intervjues, fremfor at vi velger dette fritt. Da vi antok at bankene selv hadde kunnskap om hvem som kunne svare best på spørsmålene våre, lot vi de bestemme hvem som skulle gjennomføre intervjuet. Et annet eksempel er hva som var lettest tilgjengelig for oss, geografisk sett. En annen mulighet er et vurderingsutvalg, der vi velger ut intervjuobjekter som anses som egnet til å kunne belyse problemsstillingen (Gripsrud et al., 2004).

I denne undersøkelsen har vi benyttet en kombinasjon av et bekvemmelighetsutvalg og et vurderingsutvalg. Vi valgte ut banker vi ønsket å ha med i undersøkelsen strategisk, men bankene selv henviste oss til de respondentene som var best innsatt i emnet og dermed var mest egnet til å gjennomføre intervjuet. Dette var positivt for oppgaven vår, da flere av respondentene jobber med obligasjoner med fortrinnsrett daglig, og de hadde satt seg godt inn i de fleste spørsmålene vi hadde. Bekvemmelighetsutvalget kom til anvendelse når det gjelder lokaliseringen på intervjuobjektene. To av våre respondenter ble valgt ut fra at de har kontorer i Kristiansand, her vi holder til. De resterende intervjuene ble tatt over telefon og i en forbindelse med en reise inn til Oslo. Alle respondentene fikk på forhånd tilsendt spørsmålene på mail, slik at de best mulig kunne forberede seg til intervjuet.

Intervjuobjektene vi har vært i kontakt med i Kristiansand var Sparebanken Pluss og Spareskillingsbanken. I tillegg har vi intervjuet Fana Sparebank, DNB og Sparebanken Vest. Når vi ønsket å se på hvordan OMF har påvirket bankene som finansieringskilde, ble valget av banker gjort ut i fra en klassifisering mellom små, mellomstore og store banker. Vi tok kontakt med DNB fordi de er en betydelig aktør på det norske markedet, mens de andre bankene ble valgt mer tilfeldig. Samtidig ønsket vi også å se om det fantes forskjeller mellom heleide og deleide kredittforetak, og inkluderte også dette i utvalget vårt.

Før vi startet på oppgaven vår, reiste vi inn til Oslo og fikk informasjon og fakta om temaet vårt fra vår biveileder på oppgaven, Bjørn Skogstad Aamo, og fra Finanstilsynet. I tillegg hadde vi samtaler med både DNB og Pluss Sparebank som ga oss en innføring i obligasjoner med fortrinnsrett som tema.

4.4 Innsamling av data:

Tilnærmingen i oppgaven har vært utredende og analytisk. Vi har forsøkt å få frem relevant teori og interessante fakta, samt gjennomføre intervjuer og samtaler med personer som har god informasjon om OMF og seniorobligasjoner. Gjennom dette har vi fått et bra overblikk over emnet vi studerer. Innsamlingen av data har skjedd gjennom norske og internasjonale artikler, offentlige brev, litteratur og rapporter. Da obligasjoner med fortrinnsrett er en relativt ny finansieringskilde, var det begrenset hvor mye teori som fantes om dette. For å få

forståelse for hvordan et banksystem er bygd opp, måtte vi sette oss inn i banklitteratur først. Vi har derfor benyttet både primærdata og sekundærdata i vår undersøkelsesprosess.

4.4.1 Primærdata:

De data som samles inn direkte av oss, kalles primærdata. De mest benyttende metodene for å samle inn primærdata er gjennom intervju og spørreundersøkelser. I vår oppgave har mye av innsamlingen av data skjedd gjennom intervjuer og samtaler med respondenter. Da emnet er veldig dagsaktuelt og det ikke er skrevet så mye om det tidligere, ble det relevant for oss å gjennomføre undersøkelsen med intervjuer fra representanter fra ulike banker og andre aktører som var egnet til å hjelpe oss til å få en forståelse. Det var også viktig at respondentene fikk mulighet til å selv gi en forklaring på hvordan obligasjoner med fortrinnsrett har påvirket banken, samtidig som vi hadde noen spørsmål vi ønsket konkrete svar på. På denne måten kunne vi få flere aspekter på samme fenomen, og dermed kunne se på likheter og forskjeller mellom bankene.

Gjennom intervjuene fikk vi tilgang til primærdata som ga godt innblikk i problemstillingen, og som vi senere utvidet med sekundærdata. En slik kombinasjon ga oss god informasjon, slik at vi kunne svare og belyse problemstillingen på en best mulig måte.

4.4.2 Sekundærdata:

Før vi kunne gå nærmere inn på temaet obligasjoner med fortrinnsrett, måtte vi sette oss godt inn i hvordan banksektoren fungerer i utgangspunktet. Vi brukte derfor mye tid på å skaffe oss tilstrekkelig med kunnskap både om banksektoren, obligasjoner med fortrinnsrett og nye regelendringer i banksektoren, gjennom sekundærdata. Dette besto av informasjon som vi hentet ut fra artikler, rapporter, offentlige dokumenter og bøker. Etter hvert som vi fikk satt oss inn i temaet, ble problemstillingen utarbeidet. Senere har vi også benyttet sekundærdata i form av tall, blant annet fra bankens årsrapporter.

4.5 Gjennomføring av undersøkelse:

Vi har valgt å gjennomføre undersøkelsen vår via en kvalitativ tilnærming, med hjelp av kvalitative intervjuer. Forklaringen til dette valget ligger i at vi ønsket å få en dypere forståelse rundt temaet og ha muligheten til å kunne få svar på spørsmål som dukket opp under prosessen. Intervjuobjektene ble valgt etter hvordan deres virksomhet var bygd opp, med tanke på størrelse etter forvaltningskapital og om de hadde et heleid eller deleid boligkredittselskap. Noen av respondentene møtte vi på deres arbeidsplass, mens andre hadde vi intervju med over telefon da geografiske avstander gjorde dette enklest for oss. Hovedtyngden av datainnsamlingen ligger i svarene vi fikk fra intervjuene, men dette ble komplettert med informasjon fra respondentenes hjemmesider samt årsrapporter.

4.5.1 Intervju:

Kvalitative intervjuer skiller seg fra den kvantitative tilnærmingen på flere plan. Blant annet er den kvantitative undersøkelsen mer strukturert i sin utforming, mens den kvalitative har fokus på å samle inn respondentenes egne oppfatninger og synspunkter. En annen forskjell er hvem fokuset ligger på når intervjuet foregår. I den kvantitative tilnærmingen er det mer vanlig at intervjuerens interesser ligger i fokus, og at intervjueren derfor styrer intervjuet. I den kvalitative tilnærmingen legges fokuset på respondentens standpunkter og respondenten velger derfor i større grad hvilken vei intervjuet tar. Andre forskjeller kan være at kvalitative intervjuer er mer fleksible i hvilke spørsmål som stilles i forhold til et kvantitativt intervju der spørsmålene stilles mer strukturert (Johannessen, Christoffersen, & Tuft, 2004).

Ved gjennomføringen av intervjuene egnet formen dybdeintervju seg best. Vi hadde på forhånd utarbeidet en intervjuguide som ble sendt til respondentene før intervjuet fant sted. Dette fant vi hensiktsmessig slik at respondentene kunne forberede seg best mulig og vi fikk svar på spørsmålene vi hadde under intervjuet. Ved datainnsamling gjennom intervju skiller det mellom ulike grader av åpenhet og struktur (Jacobsen, 2000). Spørsmålene våre var preget av en mellomting, da vi hadde enkelte spørsmål vi ønsket klare svar på, mens andre ting ønsket vi at respondentene kunne fortelle mer fritt om. Under intervjuene dukket det også opp spørsmål som ikke var skrevet i intervjuguiden. Dette var ikke noe strategisk valg, men spørsmålene dukket opp etter at intervjuguiden var sendt eller at spørsmålene knyttet seg direkte til det aktuelle foretaket. Samtlige intervjuer ble tatt opp med båndopptaker etter

godkjenning fra respondenten. Dette for at vi skulle få med oss så mye av svarene som mulig og unngå at noe ble misforstått. Etter intervjuene kunne vi så sette oss ned og transkribere intervjuene, og hente ut det som var relevant for undersøkelsen vår.

4.6 Analysen:

Da intervjuene vi foretok var transkribert, lagde vi en oppsummering av de tre temaene obligasjoner med fortrinnsrett, seniorobligasjoner og begrensningen, for hver av bankene. Vi prøvde så å finne forskjeller og likheter i svarene som de ulike respondentene ga. Dette var en større utfordring enn forventet, da respondentene svarte ulikt, og ikke alle ga svar på de samme tingene. Men ut fra de svarene vi fikk, trakk vi frem faktorer som kunne forklare forskjeller og likheter mellom de ulike bankene.

4.7 Evaluering av metode:

Ved undersøkelser er det to krav som bør tilfredsstilles: validitet og reliabilitet. Begge begrepene brukes om kvaliteten på undersøkelsen som er gjort. Det eksisterer også andre begreper i litteraturen, men Yin (2013), Jacobsen (2000) og Johannessen et al. (2004) benytter alle validitet og reliabilitet, og vi vil i denne oppgaven forholde oss til disse begrepene.

4.7.1 Validitet:

Validitet, også kalt gyldighet, sier noe om hvor god eller relevant dataen vi har samlet inn representerer fenomenet (Johannessen et al., 2004). Det finnes ulike typer validitet, der to av dem er intern og ekstern validitet. Intern validitet knytter seg til om forskeren har fått inn data på det som var ønskelig. Høy intern validitet oppnås når et eksperiment er gjennomført slik at det er mulig å si at en påvist sammenheng mellom variabler har en mulig årsakssammenheng. Ekstern validitet knytter seg til om funnene som gjøres kan overføres til andre situasjoner, altså om funnene kan generaliseres (Jacobsen, 2000).

Når det gjelder oppgavens interne validitet fikk vi inn store deler av den informasjonen vi ønsket, både gjennom primærdata og sekundærdata. Derimot ble noen av spørsmålene under

intervjuet ikke konkret besvart. Om dette skyldes uvitenhet, ønske om konfidensialitet eller at spørsmålet ikke ble presist nok formulert, kan vi ikke være sikre på.

I denne undersøkelsen vil generalisering knytte seg til om funnene kan overføres til banker i samme kategori. Om funnene gjort i en bank klassifisert som stor kan overføres til andre banker i samme klasse. Selv om bankene er klassifisert inn i stor, medium og liten, vil det likevel være store forskjeller mellom bankene i samme gruppe. Her vil det blant annet være variasjoner i forvaltningskapital, finansieringsstruktur, forretningsområder og geografi. I tillegg er utvalget vårt svært lite, noe som gjør det vanskelig å generalisere funnene våre.

4.7.2 Reliabilitet:

Reliabilitet, også kalt pålitelighet, handler om informasjonen som er samlet inn er til å stole på (Johannessen et al., 2004). Om en undersøkelse utføres på samme gruppe ved to ulike tidspunkter og resultatet blir det samme, er det uttrykk for høy reliabilitet. Om flere forskere undersøker samme fenomen og kommer frem til samme resultat er det også et tegn på høy reliabilitet.

Hvordan undersøkelsen gjennomføres kan påvirke resultatet, og trekk ved undersøkelsen kan være med på å skape resultatene som kommer frem. Både forskeren og respondentene påvirkes av hverandre og relasjonene som oppstår gjennom datainnsamlingen. Dersom man ikke gjennomfører datainnsamlingen på en korrekt måte, kan også dette påvirke undersøkelsens pålitelighet.

I vår oppgave er store deler av innsamlet primærdata støttet opp av sekundærdata. Samtidig er primærdata transkribert fra båndopptaker i etterkant av intervjuene. Etter vår mening vil det ved flere av spørsmålene ikke være noe hensikt i at respondentene har tilbakeholdt informasjon eller har svart uærlig på spørsmålene. Samtidig finnes det alltid en risiko for at den informasjonen vi har fått gjennom primærdata er vinklet for å gi et bedre bilde av foretaket, noe som vil redusere oppgavens reliabilitet.

4.8 Selvkritikk:

Da vi startet på oppgaven hadde vi ingen kunnskap om temaet obligasjoner med fortrinnsrett eller bankdrift. Vi brukte derfor mye tid på å sette oss inn i dette og finne relevant litteratur.

Det var også utfordrende å finne ut hvordan vi skulle vinkle oppgaven da vi satt med mye ny informasjon. Hadde vi valgt et tema vi hadde god kjennskap til fra før kunne det vært enklere å spisse problemstillingen i større grad og få en mer utfyllende og konkret analyse.

Et annet aspekt er at ved enkelte intervjuer kunne ikke begge forfatterne være tilstede. Dette kan ha påvirket svarene vi fikk da vi ved de andre intervjuene har vært flinke til å utfylle hverandre dersom det er noe vi lurte på.

4.9 Begrensning av oppgaven:

Ved valg av en kvalitativ studie gav vi respondentene mulighet til å fortelle om forhold rundt spørsmålene vi stilte. Noen utnyttet denne muligheten i større grad enn andre. Noe som for vår del var positivt fordi vi fikk mer innsikt og en dypere forståelse for svarene de gav. For de respondentene som i liten grad utdypet svarene sine, vil det ved noen tilfeller være vanskelig å si om de også er enig i begrunnelsen andre respondenter har kommet med. I tillegg har det vært vanskelig å få kontakt med enkelte respondenter vi ønsket å stille oppfølgingsspørsmål til.

Siden obligasjoner med fortrinnsrett er relativt nytt i Norge er det begrenset med relevant litteratur. Mye av teorien om OMF er derfor hentet fra Finanstilsynet, og bekymringen knyttet til denne finansieringskilden er i hovedsak knyttet til disse kildene. Det kunne vært interessant å ha tilgang på mer informasjon fra andre kilder om dette temaet.

Da vi startet på oppgaven holdt Finanstilsynet på å vurdere om det burde innføres en form for begrensning på bruken av OMF. I mars uttalte de at det ikke vil komme en generell begrensning, men en individuell begrensning vil bli vurdert i kommende år. Da vi stilte spørsmål om begrensning til våre respondenter var dette noe de derfor ikke hadde så mye å si om. Noen hadde ikke satt seg særlig inn i den muligheten, mens andre refererte til uttalelsen til Finanstilsynet.

5 PRESENTASJON OG DRØFTELSE AV FUNN:

I dette kapittelet vil vi presentere intervjuene som er gjort med de fem utvalgte bankene. Ut i fra intervjuene har vi analysert svarene som er gitt med utgangspunkt i problemstillingen. Vi har sammenlignet bankene ved å trekke likheter og forskjeller mellom svarene som er gitt.

5.1 Intervjuene:

5.1.1 DNB:

Dato: 4. februar 2013.

Intervjuobjekt: Reidar Bolme, er leder for finansavdelingen i DNB Markets, og sitter i styret i DNB Boligkreditt. Har arbeidet innenfor emnet i ti år.

Tilnæringsmetode: Personlig intervju

OM DNB:

DNB er Norges største finanskonsern, og historien om DNB-gruppen går tilbake til 1822 da Christiania Sparebank ble etablert. I dag består DNB-gruppen av flere sammenslåinger²⁹, og er et av Nordens største finanskonsern målt etter markedsverdi (DNB, 2013d).

Tilbudet av finansielle tjenester DNB kan tilby er bredt, og består blant annet av utlån, sparing, rådgivning, forsikring og pensjon for personkunder og bedriftskunder. Internasjonalt har DNB en lederposisjon innen shipping, energi, fiskeri og havbruk. DNB Markets er Norges største tilbyder av verdipapir- og investeringstjenester (DNB, 2013c).

I 2013 eksisterer det 185 bankkontorer, i tillegg til post- og bank i butikk i Norge, samt at det er kontorer etablert internasjonalt. DNB er et stort konsern, med ca. 13 300 årsverk.

Om DNB Boligkreditt:

DNB Boligkreditt er et heleid datterselskap av DNB. Selskapet ble opprettet i 2003 (Brønnøysundregistrene, 2013) og hadde ved starten av 2013 åtte ansatte.

²⁹ Christiania Sparebank, Bergens Privatbank, Den norske Creditbank, Fellesbanken, Bergens Kreditbank, Gjensidige NOR, Postbanken, Vital Forsikring og Nordlandsbanken.

Boligkredittselskapet er ratet av Standard & Poor's, Fitch og Moody's, og har en rating på AAA fra samtlige (DNB, 2013a).

INTERVJU:

Obligasjoner med fortrinnsrett:

Obligasjoner med fortrinnsrett er etablert som en veldig viktig finansieringskilde for DNB, sammen med innskudd og seniorobligasjoner. I dag er innskuddsdekningen til banken i overkant av 60 prosent etter en vekst i innskuddene på 10 prosent i 2012, mens det resterende hentes eksternt på markedet. DNB har i dag utstedt over dobbelt så mye obligasjoner med fortrinnsrett som seniorobligasjoner. Tidligere var seniorobligasjoner benyttet i større grad, og utgjorde størrelsen på det OMF ligger på nå. Da det norske markedet er for lite, utsteder DNB også OMF utenlands.

Til tross for vanskelige markeder har OMF muliggjort en betydelig styrkning av likviditetsprofilen. Dersom vi ser på nøkkeltall for hvordan banken er finansiert, bør stabil finansiering³⁰ utgjøre 100 prosent av utlånsmassen. Dette vil da si at utlånene til banken er langsiktig finansiert. Bolme forteller at før finanskrisen lå DNB på rundt 90 prosent, slik at 10 prosent av utlånene måtte finansieres kortsiktig. I dag utgjør stabil finansiering 115 prosent av bankens utlånsmasse, og mye av dette har sin årsak i økt OMF-gjeld.

Bolme forteller også at etter innføringen av obligasjoner med fortrinnsrett i 2007 har gjennomsnittlig restløpetid på OMF og seniorobligasjoner økt fra 2,43 til 4,6 år. Dette har også ført til at DNB har en mer robust finansieringssituasjon enn tidligere. Årsaken til at obligasjoner med fortrinnsrett kan utstedes med lengre løpetid enn seniorobligasjoner er at investorene er mer trygge på et produkt som OMF fremfor seniorobligasjoner. Dette er et viktig element.

”Obligasjoner med fortrinnsrett har kommet inn som en ny finansieringskilde og redusert mye annen sårbar gjeld. Og dermed redusert likviditetsrisikoen i banken.”

³⁰ Stabil finansiering kan defineres som alle innskudd + obligasjonsgjeld med gjenværende løpetid over ett år + ansvarlig kapital/EK.

En annen årsak som gjør OMF mer attraktiv som finansieringskilde er kostnadsforskjellen mellom OMF og seniorobligasjoner. Når DNB kan hente inn billig kapital, vil man kunne gi denne fordelene videre til markedet og boliglånene. Jo billigere banken kan hente inn kapital, jo billigere vil det også bli for kundene.

I DNB-konsernet er det boligkredittforetaket som innvilger boliglån. Når en kunde får innvilget et lån, blir lånene i DNB delt i to. Dersom man låner over 70 prosent av boligverdien får man to lån, der lånet innenfor 70 prosent legges i boligkreditt, mens det resterende legges i banken. Lånet i banken vil være dyrere enn lånet i boligkredittforetaket, da dette må finansieres til en høyere kostnad. Rådgivere i banken vurderer hvor mye som skal legges inn i boligkreditt, og hvor mye som må legges inn i banken. Kunden får deretter to ulike lånedokumenter, da banken skal ha sin del, og kredittforetaket sin del.

Boligkredittforetaket har et eget register hvor disse lånene ligger, som en sikkerhet for sine investorer.

Bolme forteller videre at ved å ha et heleid datterselskap, vil DNB som konsern ha full kontroll på balansen. Ved å utstede OMF vil bankens balanse bli mindre, da man trekker ut beløp både fra passiva- og aktivasiden. Ved å være heleid konsoliderer man reduksjonen inn igjen. Man sitter på samme kredittrisiko på utlån som tidligere, og man har konsoliderte kapitalkrav og likviditetskrav. Deleide selskaper som reelt sett selger boliglånene til en annen part, vil ikke kunne ha full kontroll på dette, og dermed vil man ikke kunne få konsoliderte kapitalkrav eller likviditetskrav.

Seniorobligasjoner:

Etter at obligasjoner med fortrinnsrett kom på markedet, har DNB redusert sine utstedelser av seniorobligasjoner. Til tross for dette, holder konsernet kontakt med markedet, og i 2012 utstedte DNB nesten like mye seniorobligasjoner som obligasjoner med fortrinnsrett.

DNB har ikke merket noe til bekymring fra investorer av seniorobligasjoner grunnet økt pantsettingsgrad av bankens aktiva. Derimot er det viktig at banken er blitt mer robust, blant annet som følge av obligasjoner med fortrinnsrett. Men Bolme sier at om seniorinvestorer blir bekymret, og man ikke får utstedt seniorobligasjoner, må man gjøre en vurdering på hvordan man skal opprettholde dette markedet. Banken har i dag mange beredskapsplaner på ulike

situasjoner, og det gjennomføres blant annet omfattende stresstester på hvordan banken og kredittforetaket vil takle et boligprisfall. Det bygges så ”bufferer” rundt dette.

Ratingselskapet Standard & Poor sier at for en bank som DNB, som er godt ratet, er de lite opptatt av hvor stort tapet blir for seniorinvestorer, dersom en konkurs oppstår, da dette er lite sannsynlig. De er mer opptatt av at den finansieringen man får gjennom OMF reduserer sannsynligheten for at man skal ende opp i en krisesituasjon. Altså vil redusert sannsynlighet for at DNB går konkurs veie opp for det økte tapet man skulle fått som seniorinvestor dersom en krisesituasjon oppstår. Med andre ord vil det si at probability of default (PD) reduseres, mens lost given default (LGD) øker, for en stor bank som DNB. Dette vektlegges etter hvor stor og robust banken er, og dermed vil dette resonnetet være ulikt for mindre banker.

Det er flere år siden DNB selv investerte i seniorobligasjoner, og de foretrekker heller å investere i OMF. Dette har flere årsaker. Blant annet argumenterer banken for at OMF har bedre likviditet, og i forhold til de nye Basel-reguleringene vil det være bedre å ha investert i OMF fremfor seniorobligasjoner. En annen årsak er at OMF har lavere kredittrisiko enn en seniorobligasjon. Kredittrisikoen i boligmarkedene rundt om i Europa og resten av verden er lavere enn resten av porteføljen til en bank. Hvor mye man kan plassere i en utstedelse er også mer i favør av OMF enn av seniorobligasjoner. I tillegg risikerer man ved å investere i seniorobligasjoner å kunne bli ”bail-in”³¹, dersom noe går galt med banken.

Begrensning:

Bolme forteller at i forhold til bekymringen om økt pantsettingsgrad, ser DNB at det kan være noen negative effekter som oppstår. Men igjen, da passivasiden er blitt mer robust, vil dette veies opp mot hverandre.

Videre forteller Bolme at hele OMF-produktet er bygd opp slik at dette er måten å drive boligfinansiering på i Norge. Det vil derfor være litt i seneste laget om Finanstilsynet nå ønsker å komme med en endring, eventuelt en begrensning på utstedelse av OMF. Da den nye loven kom i 2007, burde alle skjönt at økt pantsettingsgrad ville bli konsekvensen, og

³¹ ”Bail-in” innebærer at usikret seniorgjeld som del av en kriseløsning kan nedskrives eller omdannes til egenkapital uten medvirkning fra investorene. Investorene kan ikke kreve banken avvirket etter de vanlige konkursreglene i en slik situasjon, og mister på denne måten et ”maktmiddel” overfor myndighetene i de tilfeller hvor en videreføring av banken anses som samfunnsøkonomisk viktig (DNB, 2013d).

man burde allerede da forutsett hva som kom til å skje. Frem til OMF kom i 2007 var Norge forskjellig fra de fleste andre land, da boliglån kun ble finansiert gjennom bankene. Det normale er at boliglån blir finansiert gjennom OMF og gjerne egne kredittforetak, som i Sverige og Danmark, eller gjennom verdipapirisering, som i England og USA.

For DNB vil ikke en begrensning på utstedelse av OMF redusere antall boligutlån. Man vil heller se at konsekvensen blir en ny prisdannelse på markedet. Banken blir nødt til å finansiere seg med mer seniorobligasjoner, som vil påvirke kostnadmiksen, og igjen belastes personmarkedet. Bolme sier at det er viktig at DNB er en *norsk* bank, og det er derfor viktig at man opprettholder boligmarkedet og kundene her hjemme.

”Den største effekten av en begrensning vil være at marginen vil stige.”

Et mulig tiltak for begrensning kan være en konjunkturbasert begrensning. Hva tenker dere om det? Bolme sier at dette vil være umulig å tilpasse på kort sikt, da langsiktige innlån har løpetider fra fem til ti år.

5.1.2 Sparebanken Vest:

Dato: 18. april 2013

Intervjuobjekt: Fredrik Skarsvåg og Egil Mogleiv, risk manager og administrerende direktør for Sparebanken Vest boligkreditt og Verd Boligkreditt. Har arbeidet med OMF fra oppstarten av boligkredittforetaket.

Tilnæringsmetode: Telefonintervju

Om Sparebanken Vest:

Sparebanken Vest er en sammenslutning av mange banker i Hordaland og Sogn og Fjordane. Den største banken, Bergens Sparebank ble etablert i 1823, og Sparebanken Vest kan dermed sies å være landets nest eldste bank. Sparebanken Vest beskriver seg selv som et frittstående, børsnotert finanskonsern som driver bank-, forsikring-, og finansieringsvirksomhet i Hordaland, Rogaland og Sogn og Fjordane. I 2013 eksisterer det 63 kontorer og rundt 800 medarbeidere (Sparebanken Vest, 2013b). Hovedkontoret ligger i Bergen (Sparebanken Vest, 2013c).

Om Sparebanken Vest Boligkreditt:

Sparebanken Vest Boligkreditt er et heleid datterselskap av Sparebanken Vest.

Boligkredittforetaket ble opprettet 22. mai 2008 og har to ansatte. Ratingen til Sparebanken Vest Boligkreditt fra Fitch og Moody's er henholdsvis AAA og Aaa (Sparebanken Vest, 2013d).

INTERVJU:

Obligasjoner med fortrinnsrett:

Innledningsvis påpeker Skarsvåg at det tok lang tid før det nye lovverket i 2007 kom på plass. Det eksisterer en del særnorske regler i sparebankloven, blant annet knyttet til forfordeling av kreditorer. Dette gjorde det vanskelig for bankene å utstede OMF direkte fra bankens balanse slik som mange andre land gjør. Derfor måtte det opprettes egne kredittforetak for utstedelse av OMF slik at investorene fikk førsterett på sikkerhetsmassen. Dette mener de er en ulempe da bankene må stille sterke garantiordninger for å knytte foretaket sterkt til seg. Men de påpeker også at som investor er gjerne den norske versjonen å foretrekke. Dersom banken går

konkurs, har boligkredittforetaket et eget regnskapssystem, og det er ikke noe tvil om at lånene som ligger i sikkerhetsmassen faktisk ligger der.

Sparebanken Vest Boligkreditt ble ratet sommeren 2008. Som de selv uttrykte var dette en lang og pinefull prosess, spesielt når man var en av de første som gikk gjennom denne prosessen. Tidspunktet ble også fort veldig ubeleilig da det bygget seg opp til stor finansiell uro rundt om i verden. Porteføljene var klar og OMF-ene skulle først legges ut i Euro. Det eneste som gjenstod var at Moody's skulle gi sin godkjenning på AAA rating. Samtidig gikk Lehman Brothers over ende og dermed "forsvant" hele OMF og covered bonds markedet. Mens OMF-markedet var nede satt staten opp bytteordningen, og dette ble starten for Sparebanken Vest Boligkreditt. Skarsvåg sier at tallene fra kriseårene derfor må ses i sammenheng med tiden en befant seg i, og tiltaket staten igangsatte for å bedre likviditetssituasjonen. Videre sier han at det var mye obligasjoner som var utstedt på "liksom" markedsvilkår. OMF-ene var utstedt til markedsvilkår, men de kunne ikke få solgt de i markedet til denne prisen. De ble derfor kjøpt av morbanken og brukt i bytteordningen, og utstedelsesstatistikken preges mye av dette.

Fra Sparebanken Vest sin side mener de OMF absolutt er en viktig finansieringskilde. Før 2007 ble seniorobligasjoner nesten oppfattet som risikofritt da risikopåslagene var veldig lave. Men da finanskrisen slo inn viste deg seg at de absolutt ikke var risikofri.

"OMF-er og seniorobligasjoner har vel nesten byttet litt plass."

De mener også at OMF er et viktig instrument for å redusere løpetidsgapet mellom innlån og utlån. Noe som igjen er med på å redusere risikoen. Det nye Basel III-regelverket vil også bidra til å gjøre OMF enda mer attraktivt ved at OMF mest sannsynlig kan inngå som likvide aktiva. Senior obligasjoner vil ikke kunne inngå. Samtidig kan ikke seniorobligasjoner lengre deponeres i Norges Bank for å få tilgang til F-lån. Begge disse faktorene er med på å øke kostnaden for bankene ved å utstede seniorobligasjoner, da de blir mindre attraktive blant investorer.

Når det gjelder diversifisering av investeringsinstrumenter som var en av hensiktene ved innføringen av det nye lovverket i 2007, mener Sparebanken Vest at denne diversifiseringen fortsatt er der, selv om OMF har tatt litt over for seniorobligasjoner. Seniormarkedet er

fortsatt tilstede i stor grad, men det er en del regelendringer som har gjort seniorobligasjoner mindre populær som investeringsobjekt. Blant annet innføring av strengere regler for kvalitet for investorer. I tillegg har kostnaden gått veldig opp kontra OMF, og derfor er det rimeligere for banken å hente inn kapital gjennom OMF fremfor seniorobligasjoner.

”Sånn som det har vært frem til nå har det vært å få ut mest i OMF og minst i senior, ellers har du jo tapt penger.”

Når det gjelder overføring av lån til kredittforetak, mener Sparebanken Vest det er viktig å se på balansen til bankene og ikke bare hvor mye som er overført. Sparebanken Vest har en relativt stor privatandel i forhold til andre store sparebanker. Utlån i privat markedet ligger på rundt 72 prosent, i sammenligning til SR bank som har 50/50 som utgangspunkt. De mener derfor at de kan overføre en relativt større andel av boliglånene i forhold til banker som har en mer bedriftsfokusert balanse. Frem til nå har det ikke vært noen spesifiserte retningslinjer i Sparebanken Vest på hvor mye av boliglånene som kan overføres til kredittforetaket, da det har vært mye å ta av. Det har derfor ikke vært noen særlig vurdering på dette. De påpeker imidlertid at de vil etter hvert ta en større vurdering på hvordan risikoen for gjenværende investorer i morbanken blir påvirket ved økende grad av pantsetting, slik som det ser ut til at staten også legger opp til.

Seniorobligasjoner:

På spørsmålet om økt kostnad på seniorobligasjoner kan ha sammenheng med konsernets økende pantsetting av eiendeler, tror Sparebanken Vest dette muligens kan være tilfelle. Men de påpeker at det ikke er noen særlige kostnadsforskjeller mellom banker som har pantsatt mye og banker som har pantsatt lite. De synes likevel spørsmålet er interessant.

I forbindelse med økt bekymring i markedet forteller Mogleiv, som har mest kontakt med det utenlandske markedet, at temaet er noe det snakkes mer om, men det er ikke noe direkte bekymring. Det er svært ulike regler fra land til land, og flere har blitt oppmerksom på at norske banker har overført en stor andel av sine boliglån til kredittforetak, og det stilles i økende grad spørsmål rundt dette. I en del andre land, som blant annet Danmark, Tyskland og England er det vanlig at boliglån utstedes direkte fra spesialforetak og Mogleiv sier at grunnet strukturen i norske banker er det ikke noe særlig bekymring fra utenlandske investorer.

De som har rating på OMF har også rating på seniorobligasjoner. Bankene har ventet på at ratingbyråene skulle sette ned foten på grunn av for høy grad av pantsettelse og økende grad av risiko for gjenværende seniorholdere og innskytere. I fjor var det en del banker som ble nedgradert, blant annet Sparebank1-bankene og Sparebanken Møre. Ratingbyråene påpekte at restbalansen begynte å se litt ”skummel ut”. Selv om ratingbyråene i noen tilfeller er skeptiske til den økende graden av pantsetting ser de også positivt på OMF ved at bankene har fått flere finansieringskilder.

Sparebanken Vest benytter fortsatt i stor grad seniorobligasjoner som finansieringskilde, men påpeker at mange banker gjerne bruker dette markedet for kort finansiering mens OMF benyttes for lang finansiering. Hvor kjent banken er i markedet vil gjerne spille inn på hvor ofte de må holde kontakten med seniormarkedet. Sparebanken Vest bør ”vise seg” en gang i året for å ikke miste interessen fra investorer.

Begrensning:

De siste årene har Sparebanken Vest i all hovedsak brukt OMF som finansieringskilde for lange innlån, og mener den høye andelen ikke er noe problem da boligkredittselskapet har vært i en oppbyggingsfase. Nå har de kommet til et nivå hvor rundt 50 prosent av boliglånene er overført til boligkredittselskapet, og de mener selv at ved dette nivået bør de begynne å finansiere seg med mer seniorobligasjoner. Andelen av OMF vil videre være betydelig, men de påpeker at forholdet mellom andel seniorobligasjoner og OMF vil nok jevne seg mer ut. Sparebanken Vest mener et tak på overføringsgrad mellom 50 og 60 prosent vil være optimalt.

Når det gjelder bekymringen i Europa rundt OMF og covered bonds er ikke Sparebanken Vest urolig. Det er store forskjeller mellom landene, blant annet påpeker Skarsvåg det store repo markedet som finnes i Europa hvor du kan pantsette eiendeler mot kortsiktig finansiering. I dette markedet er det vanskelig å holde oversikt over hvor stor del av balansen som er pantsatt til fordel for slike repo-avtaler. I Norge er dette markedet helt fraværende, mye på grunn av at det er ulovlig å forfordle kreditorer. I Norge eksisterer det heller ikke verdipapiriseringsbanker, noe som er særlig utbredt i USA, Canada, Australia og New Zealand. Det norske markedet er dermed mye mer ryddig og oversiktlig.

Dersom det oppstår en ny finanskrise, på lik linje med den vi opplevde i 07-08, hvilke tiltak ville man da benyttet dersom den økende graden av pantsetting fortsetter?

Sparebanken Vest har ikke utnyttet like mye som de største bankene og mener det er godt å ha litt i reserve. For de største bankene som har pantsatt opp mot 80 prosent av sine boliglån vil jo situasjonen være en annen. Det hentydes videre at systemviktige banker som gjerne har utnyttet dette markedet i mye større grad enn Sparebanken Vest likevel vil ha en fordel dersom en ny krise vil inntreffe på grunn av rollen de har i samfunnet.

Et mulig tiltak for begrensning kan være en konjunkturbasert begrensning. Hva tenker dere om det? Sparebanken Vest tror dette muligens kan være en grei regulering.

Hva tenker dere om at økte boligpriser kan ha en sammenheng med økt bruk OMF?

Det er stor konkurranse om boliglånsrenten mellom banker, og uten OMF svekkes konkurransedyktigheten betydelig. Prisene i boligmarkedet vil til en viss grad være avhengig av boliglånsrenten, og en kan spekulere i om boliglånsrenten hadde vært høyere uten OMF markedet. Ved en høyere boliglånsrente ville gjerne færre tatt opp lån og boligprisene ville muligens vært noe lavere. Om det er mer attraktivt for bankene å gi ut lån nå som boligene kan pantes til fordel for utstedelse av OMF er ikke Sparebanken Vest sikker på.

5.1.3 Sparebanken Pluss:

Dato: 29. april 2013.

Intervjuobjekt: Bjørn A. Friestad, er daglig leder i Pluss Boligkreditt. Har jobbet aktivt med dette fra Pluss Boligkreditt ble etablert, men også tidligere i forbindelse med utredelse av alternativer til etableringen.

Tilnæringsmetode: Personlig intervju

Om Sparebanken Pluss:

Sparebanken Pluss historie går tilbake til 1824 da Christianssands Sparebank ble etablert som en av de første sparebankene i Norge. Etter flere sammenslåinger, har i dag Sparebanken Pluss 15 kontorer fordelt i Vest- og Aust-Agder, der hovedkontoret ligger i Kristiansand (Sparebanken Pluss, 2013a).

Banken beskriver seg selv som en ledende, solid og selvstendig bank, som har Sørlandet som sitt hovedmarked. Sparebanken Pluss satser på å være en bank både for private og mindre næringsbedrifter, og andelen ligger på 60 prosent mot 40 prosent.

I mars 2013 inngikk styrene i Sparebanken Pluss og Sparebanken Sør en intensjonsavtale om å fusjonere bankene med virkning fra 1. januar 2014. Dette vil bety en større bank som har fokus på Sørlandet som region, med tanke på vekst og utvikling (Sparebanken Pluss, 2013b).

Om Pluss Boligkreditt:

Pluss Boligkreditt er et heleid datterselskap som ble etablert i 2009. Ved starten av 2013 var det ingen ansatt direkte i Pluss Boligkreditt. Daglig leder Bjørn Friestad leies inn fra Sparebanken Pluss. Boligkredittforetaket er ratet av Moody's, og obligasjonene med fortrinnsrett har en rating på Aaa (Pluss Boligkreditt AS, 2013).

INTERVJU:

Obligasjoner med fortrinnsrett:

For Sparebanken Pluss har obligasjoner med fortrinnsrett vært et viktig instrument fra oppstarten i 2009 og frem til i dag. OMF er et produkt som blir etterspurt av investorer, blant

annet på grunn av den kvaliteten de har, samt at det er lite statspapirer i Norge. I tillegg påpeker Friestad at dette er en billig finansieringskilde for banken, i forhold til seniorobligasjoner. Pluss Boligkreditt ble ikke ratet av Moody's før i februar 2011, og frem til denne perioden gikk de første OMF-ene med i bytteordningen, slik at dette ikke har hatt noen betydning med tanke på kostnadsforskjell fra å være uratet til å bli ratet.

Det å være ratet er en forutsetning i forhold til investorer og konkurrenter. Flere investorer har investeringsmandater, slik at de kun kan investere i ratede OMF-er. I tillegg har man ikke mulighet til å gå utenlands dersom man ikke er ratet.

Sparebanken Pluss-konsernet utsteder kun boliglån fra banken, og overfører lånemassen til boligkredittforetaket. Friestad nevner at teknisk sett har de mulighet til å kunne utstede direkte fra Pluss Boligkreditt, men det mest hensiktsmessige er å utstede boliglån fra banken, for deretter å overføre ved behov.

Hvor mye som overføres, gjøres etter en vurdering på hvor god kvalitet restbalansen har, slik at ikke risikoen for investorer av seniorobligasjoner skal øke betydelig. Friestad mener at Sparebanken Pluss har god kvalitet på restbalansen, og at Moody's har vurdert kredittkvaliteten på lån i Sparebanken Pluss blant de beste i Norden. Det blir gjort vurderinger fortløpende, etter hvilket behov man har for ekstern markedsfinansiering.

Diversifiseringsstrategien i forhold til løpetid og type finansiering er viktig å ta hensyn til. I tillegg ser de også på hvilken grad av boliglån andre konsern overfører.

”Nå er det jo klart DNB som har overført mest, så det er mye å gå på for oss andre.”

Derfor mener Friestad at Sparebanken Pluss enda har noe å gå på når det gjelder hvor stor andel boliglån som kan overføres til boligkredittforetaket.

Seniorobligasjoner:

For Sparebanken Pluss har seniorobligasjoner blitt en mindre viktig finansieringskilde etter at obligasjoner med fortrinnsrett kom på markedet. Ved utgangen av første kvartal 2007 besto nærmere 90 prosent av markedsfinansieringen av seniorobligasjoner. Dette har endret seg i forhold til i dag, da obligasjoner med fortrinnsrett har tatt noe over seniorobligasjonenes rolle.

Samtidig har ikke Sparebanken Pluss hatt problemer med å utstede seniorobligasjoner etter at OMF kom på markedet. Dette kan skyldes at risikoen på restbalansen ikke er endret betydelig. Det er en positiv etterspørsel etter obligasjoner utstedt fra banken, og banken har derfor fått utstedt seniorobligasjoner når det har vært behov for det.

I forhold til avkastningen investorer av seniorobligasjoner krever, har ikke Sparebanken Pluss merket en betydelig forskjell etter at obligasjoner med fortrinnsrett kom på markedet. Men Friestad påpeker at teoretisk sett kan kostnaden på seniorobligasjoner øke dersom risikoen øker. Da kvaliteten på restbalansen til banken er så god som den er, mener han derfor at investorene aksepterer det nivået av boliglån som overføres til boligkredittforetaket.

Begrensning:

Friestad sier at det er vanskelig å si noe om bekymringen som Finanstilsynet og Finansdepartementet har vist med tanke på økt pantsettingsgrad av aktiva. I forhold til bekymringen ESRB har kommet med på det internasjonale markedet, sier han at vi har et annet forhold til boligfinansiering i Norge enn det man har utenlands. I Norge eier vi bolig i mye større grad enn det man gjennomsnittlig gjør på det europeiske markedet, der det er mer vanlig å leie bolig. Dermed kan det oppstå forskjeller i forhold til risikobildet og finansieringen rundt bolig. Men norske myndigheter har en tendens til å være strengere enn internasjonale regelverk.

Videre sier Friestad at da det har oppstått en bekymring rundt graden av pantsettelse av bankens eiendeler, er det viktig at bankene driver forsvarlig. I forhold til hvordan dagens situasjon er, har han problemer med å se at myndighetene skal stramme betydelig inn på pantsettingsgraden. Bankene selv ønsker ikke at utviklingen blir uforsvarlig, da man kun blir straffet av det selv.

Dersom det skulle gå så langt at det ble satt en øvre grense på pantsettingsgraden lik dagens nivå, må Sparebanken Pluss ta en vurdering på hvordan man skal finansiere utlånene sine. Slik det ser ut i dag, har ikke banken problemer i forhold til finansieringsalternativer, og dermed vil man forsøke å opprettholde både privat- og næringslivskundene sine.

I forhold til det nye Basel-regelverket gjenstår det å se hva konklusjonen vil ende på, og hvilken plassering OMF vil få. Per dags dato kan OMF inkluderes i de nye likviditetskravene og for forsikringsselskapene i Solvency II, og slik bør det være når den endelige konklusjonen også tas. OMF er blant de sikreste obligasjonene som finnes, og bør derfor kunne ses på som en trygg investering. Friestad sier videre at etterspørselen etter OMF fra forsikringsbransjen muligens vil øke, og dermed vil ha en positiv betydning for banksektoren.

Et mulig tiltak for begrensning kan være en konjunkturbasert begrensning. Hva tenker dere om det? Friestad sier at teoretisk sett er dette et poeng, men ofte har slike begrensninger eller tiltak en tendens til å komme for sent. En ser at det skjer en endring i markedet, men innen man rekker å avløse endringen, har det gått lang tid og virkningen blir utilsiktet. I tillegg er det mange andre ting som også er med på å påvirke både etterspørsel og tilbud, slik at dette ikke vil være enkelt å praktisere.

Dersom det oppstår en ny finanskriser, på lik linje med den vi opplevde i 07-08, hvilke tiltak ville man da benytte dersom den økende graden av pantsetting fortsetter?

Da det som ligger i bytteordningen i dag frigjøres i løpet av 2014-2015, avhenger det litt av hva bankene ønsker å gjøre med de frigitte eiendelene. Dersom man har behov for refinansiering, vil man gå i markedet med det, og det blir pantsatt igjen. Men dette avhenger av hvilken vekst bankene ønsker å ha fremover. Dersom OMF-markedet faller sammen, mener Friestad at det bør være mulig at myndighetene åpner opp for en ny bytteordning. Om det går så langt at det i en finanskriser ikke er andre alternativer, vil de ikke ha andre valg. Dermed vil bankene med lav pantsettingsgrad ha større mulighet til å benytte seg av dette, enn de med større grad pantsatt.

Hva tenker dere om at økte boligpriser kan ha en sammenheng med økt bruk OMF?

Friestad sier at i den grad at rentene på boliglån har holdt seg lavere enn de burde, kan man argumentere for at økte boligpriser kan ha en sammenheng med at bankene benytter OMF som finansieringskilde. Men Friestad påpeker at det er mange variabler som har betydning for boligprisene, blant annet stor grad av dagsfrie lån, fleksilån, boligkreditter og lignende som gjør at låntakere ikke får avdragsbelastningen, og dermed gjør at man byr høyere på en bolig enn man normalt ville gjort. I forhold til boligprisveksten, tror Friestad at dette har vært et større bidrag enn økt bruk av OMF.

5.1.4 Fana Sparebank:

Dato: 2. mai 2013.

Intervjuobjekt: Kim Lingjærde, finanssjef i Fana Sparebank, og har ansvaret for bankens finansiering og forvaltningen av bankens likviditetsportefølje. Har jobbet med planlegging rundt OMF fra oppstarten i 2007.

Tilnæringsmetode: Telefonintervju.

Om Fana Sparebank:

Fana Sparebank er en lokal sparebank i Bergensområdet, og ble etablert i 1878.

Hovedaktiviteten til banken er knyttet til sparebankvirksomhet med kundeinnskudd, utlån og betalingsformidling, både på person- og på bedriftsmarkedet.

Om Fana Sparebank Boligkreditt:

Fana Sparebank Boligkreditt er et heleid datterselskap av Fana Sparebank, og ble operativt i juni 2009. Det er ingen ansatt direkte i Fana Sparebank Boligkreditt, men all produksjon i boligkredittforetaket skjer basert på avtaler mellom selskapet og morbanken. I dag er ikke Fana Sparebank Boligkreditt offisielt ratet, men de er i prosess.

INTERVJU:

Obligasjoner med fortrinnsrett:

Fra boligkredittselskapet ble operativt våren 2009, har obligasjoner med fortrinnsrett vært en viktig finansieringskilde for banken, og den vil muligens bli enda mer viktig i fremtiden. En årsak til dette er finansieringskostnaden, da det er stor forskjell i kostnaden mellom seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett. Når Fana Sparebank Boligkreditt i tillegg får offisiell rating, vil kostnadsforskjellen merkes enda bedre. Lingjærde legger til at med rating får de i tillegg muligheten til å utstede OMF utenlands, men med deres volum finner de i dag tilstrekkelig med investorer i Norge.

En annen årsak til at obligasjoner med fortrinnsrett er viktig for banken, er diversifiseringen av kapitalkilder. Da etterspørselen etter seniorobligasjoner følger trenden med usikkerhet i markedet, vil det i usikre tider være større etterspørsel etter obligasjoner med fortrinnsrett enn

seniorobligasjoner. I gode tider, vil etterspørselen etter seniorobligasjoner være større, da investorer får bedre avkastning på disse. Det er derfor viktig å kunne tilfredsstille det behovet investorene etterspør.

Lingjærde forteller at for fremtiden, så vil Basel III-regelverket være viktig i den forstand at andre banker kan velge å kjøpe obligasjoner med fortrinnsrett fra Fana Sparebank Boligkreditt. Så lenge de kan benyttes som likviditetsplasseringer i LCR og LBI-betraktninger. I tillegg mener Lingjærde at etterspørselen etter OMF fra pensjonskasser mest sannsynlig vil øke når Solvency II reglene iverksettes, og at det derfor er viktig at de blir ratet, slik at de kan ta del i konkurransen om etterspørselen.

Videre sier Lingjærde at uten Basel III og Solvency II ville ikke Fana Sparebank Boligkreditt hatt behov for rating på mange år. Frem til nå har konsernet fått dekket sine behov i det norske markedet, uten å være ratet. Men med de nye regelendringene, er kravet til rating blitt mye viktigere i forhold til å i det hele tatt kunne utstede obligasjoner med fortrinnsrett.

I forhold til løpetidsgapet mellom innlån og utlån, har Fana Sparebank et eget strategidokument der det er uttalt at OMF skal være bærebjelken i langsiktig finansiering for banken. I dag er i overkant av 50 prosent av den eksterne markedsfinansieringen i banken utstedte OMF. Dette vil også i fremtiden, så langt som det er mulig, være strategien.

Lingjærde nevner også at obligasjoner med fortrinnsrett har vært en viktig finansieringskilde for banken i forhold til konkurransesituasjonen på boliglån. Dette har sammenheng med kostnadsforskjellene både mellom seniorobligasjoner og OMF, og når det gjelder å være ratet eller uratet. Når Fana Sparebank Boligkreditt får på plass ratingen, vil banken i større grad ha mulighet til å innhente billig kapital, slik at man kan holde følge med konkurransesituasjonen i Bergensområdet.

Kundene til Fana Sparebank merker ingen forskjell ved innvilgelse av boliglån etter at boligkredittselskapet ble etablert. Fana Sparebank utsteder kun boliglån fra banken, og overfører så lånene over til boligkredittselskapet. I strategidokumentet til banken er det satt en grense på at inntil 60 prosent av boliglånene på personmarkedet kan overføres. I dag ligger det rundt 40 prosent, slik at de enda har noe å gå på. Fana Sparebank Boligkreditt har også en regel om at overpantsettelsen skal være på minimum 8 prosent, men internt er denne regelen

satt til 10 prosent. Når overpantsettelsen går under 10 prosent, settes det i gang tiltak for å øke denne igjen.

Seniorobligasjoner:

Fana Sparebank utstedte i 2012 mer seniorobligasjoner enn obligasjoner med fortrinnsrett. Dette har en sammenheng med ratingprosessen som ble satt i gang. Da det er en stor gevinst på å utstede OMF med rating i forhold til OMF uten rating, har de valgt å holde tilbake boliglån i morbanken frem til de får offisiell rating.

Kostnadsforskjellen mellom seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett viser et klart skille, men Lingjærde vet ikke om kostnaden på seniorobligasjoner har tatt en negativ vending etter at OMF kom på markedet. Han legger til at seniormarkedet har levd sitt eget liv i forhold til OMF, og at kostnaden ligger høyere har sin naturlige årsak i at dette er usikrede lån. Fana Sparebank har ikke fått tilbakemeldinger fra investorer som krever en høyere avkastning grunnet økt risiko på restbalansen til banken. Men da dette er et stadig mer aktuelt tema, legger han ikke skjul på at dette kan komme i fremtiden.

I forhold til bekymringen Finanstilsynet har kommet med angående at risiko flyttes fra sikrede investorer over til usikrede investorer, har Fana Sparebank merket seg det, og tatt forholdsregler rundt dette. Da banken har en relativ høy utlånsandel til personmarkedet og høy innskuddsdekning, ville man med en like høy prosentvis andel overføring av boliglån som DNB, ikke hatt bruk for utstedelse av seniorobligasjoner. Men da det er viktig å pleie et seniormarked også, har banken satt en øvre grense på hvor stor andel boliglån som kan overføres.

Begrensning:

Lingjærde forteller at i forhold til bekymringen om økt pantsettingsgrad, er de ikke veldig stresset til en begrensning om hvor mye som kan pantsettes av bankens balanse. Han nevner videre at i landene der det er kommet begrensninger har de en annen bankstruktur, og at det dermed ikke er helt sammenlignbare forhold.

Videre sier Lingjærde at man ikke skal se bort ifra at det kommer en begrensning etter hvert. Det som da vil være utfordringen, er hvor man skal sette begrensningen. Dersom DNB blir retningsgivende for hvor mye som kan pantsettes, så har man etter praktiske mål ingen begrensninger i det hele tatt. Fana Sparebank har per dags dato ikke nok lån som kvalifiseres til overføring, i forhold til en overførselsandel opp mot 80 prosent som DNB har i dag.

Fana Sparebank har i dag satt egne individuelle begrensninger på hvor mye som kan overføres til boligkredittforetaket, og i forhold til den øvre grensen på 60 prosent, har de i dag en del å gå på. Men når boligkredittforetaket blir ratet, ønsker de å få kvalifisert så stor andel som mulig av boliglånene til en overførsel til boligkredittforetaket. Dersom det fra Finanstilsynet skulle bli satt en individuell øvre grense på 40 prosent for Fana Sparebank, ville det gått i retning mot en dyrere finansiering av banken. Dette ville igjen påvirket prisene banken kunne gitt mot kundene sine. Lingjærde forteller videre at Fana Sparebank som en liten bank, betaler mer for den eksterne finansieringen enn store bankkonsern gjør, og at en slik begrensning ville gjort konkurransesituasjonen verre for banken.

Hva tenker dere om at økte boligpriser kan ha en sammenheng med økt bruk OMF?

Om man ser på rentemarginen, kan det muligens ha vært en sammenheng. I forhold til konkurransesituasjonen mellom bankene på markedet i dag, har det vært nødvendig med en billig finansieringskilde for å kunne holde på den markedsandelen vi har i dag. Dersom vi utelukkende hadde seniormarkedet å hente kapital fra, ville våre marginer vært høyere. OMF har derfor hjulpet oss i forhold til å kunne opprettholde en konkurransedyktig pris til kundene våre. Om vi tar hele OMF-markedet under ett, og alt annet er likt, vil vi muligens kunne se at utlånsprisen er lavere enn den hadde vært om det ikke var for OMF. Men hvor stor denne effekten har vært, er Lingjærde forsiktig med å uttale seg om. Han legger også til at det er mange faktorer som spiller inn på en prising, og det kan være vanskelig å se hva den direkte sammenhengen kan være.

5.1.5 Spareskillingsbanken:

Dato: 25. april 2013.

Intervjuobjekt: Kenneth Engedal, banksjef i Spareskillingsbanken, Fredrik Skarsvåg og Egil Mogleiv, risk manager og administrerende direktør for Verd Boligkreditt. Engedal har vært banksjef i 1,5 år, og har derfor arbeidet med OMF i denne tidsperioden.

Tilnæringsmetode: Personlig intervju og telefonintervju.

Om Spareskillingsbanken:

Spareskillingsbanken er en lokal og selvstendig sparebank med lokasjon i Kristiansand. Banken har eksistert siden 1877 og er primært rettet mot Kristiansandsregionen. Banken tilbyr finansielle tjenester som sparing, finansiering og forsikring til personkunder, små og mellomstore bedrifter i tillegg til offentlig sektor med tilknytning til bankens virkeområde (Spareskillingsbanken, 2013).

Om Verd Boligkreditt:

Verd Boligkreditt ble etablert høsten 2009 (Verd Boligkreditt AS, 2013a).

Foretaket er eid i fellesskap av Haugesund Sparebank, Skudenes og Aakra Sparebank, Søgne og Greipstad Sparebank, Luster Sparebank, Lillesand Sparebank, Etne Sparebank, Flekkefjord Sparebank, Spareskillingsbanken og Sparebanken Vest (Verd Boligkreditt AS, 2013b).

Tabell 2: Eierandelen til de ulike aktørene i Verd Boligkreditt.

Eierbanker:	Eierandel i prosent:
Sparebanken Vest	40
Spareskillingsbanken	15
Haugesund Sparebank	14
Skudenes & Aakra Sparebank	11
Flekkefjord Sparebank	5
Søgne og Greipstad Sparebank	5
Etne Sparebank	4
Lillesand Sparebank	3
Luster Sparebank	3

Kilde: (Verd Boligkreditt AS, 2013a, p. 3)

Sparebanken Vest med størst eierandel skal drifte Verd Boligkreditt, men skal ikke selv overføre lån til kredittforetaket da de har et eget heleid boligkredittforetak, Sparebanken Vest Boligkreditt (Sparebanken Vest, 2013a).

INTERVJUET:

Engedal påpeker innledningsvis at det er en utfordring å forholde seg til mengden reguleringer banken må ta hensyn til på ulike områder. Samtidig krever en del av reguleringene forberedelser og tiltak i forkant av innføringen. Bankenes opprustning til å takle de nye reguleringene blir heller ikke like godt mottatt av alle, og henviser til den seneste renteoppgangen. Spareskillingsbanken er også en liten bank sett i forhold til en del andre norske banker og spesielt i europeisk sammenheng, men de må likevel forholde seg til samme sett med regler. Engedal sier dette er utfordrende, men også veldig gøy, spesielt når en lykkes.

Obligasjoner med fortrinnsrett:

Spareskillingsbanken finansieres hovedsakelig av kundeinnskudd, og bruken av OMF som finansieringskilde er av relativt liten grad. Likevel ser de viktigheten av at OMF eksisterer, både for å få tilgang til rimelig finansiering samtidig som den kan være en viktig kilde å støtte seg til i urolige tider. Spareskillingsbanken har ikke noen strategi på hvor mye av finansieringen som skal hentes inn gjennom OMF, men bruker denne kilden hovedsakelig til å dekke den organiske veksten.

Verd Boligkreditt er nå i en ratingsprosess. Dersom denne prosessen blir vellykket vil antageligvis Spareskillingsbanken benytte seg av OMF i større grad. Kostnadsforskjellen mellom ratet og uratet OMF er betydelig, og dermed vil innlånskostnadene ved å ha rating bli rimeligere. Samtidig vil likviditeten for verdipapiret øke. Engedal påpeker at det ikke blir snakk om å flytte over store mengder av boliglånene, men gjerne utnytte OMF markedet i noe større grad for å dekke den organiske veksten. Han tror også de andre eierbankene i Verd har noenlunde samme holdning til dette.

Når det gjelder nye regler i forbindelse med Basel og Solvency II, tror Engedal at det vil være viktig for boligkredittselskapet å ha rating. Skarsvåg påpekte også at uten rating vil bankene ikke bli godt behandlet i forhold til de nye reglene. Kostnaden for uratede OMF har også

steget den siste tiden. Dette har sammenheng med at investorene må ha en høyere bufferkapital ved investering i uratede OMF kontra ratede OMF, og de færreste ønsker å bruke pengene sine på dette.

Når finanskrisen kom var ikke problemet at bankene var lite solid, men at likviditeten forsvant. OMF med rating vil nok være mer likvid dersom vi skulle oppleve en tilsvarende situasjon igjen. Spareskillingsbanken benytter seg av OMF markedet i liten grad, og kostnadsdifferansen de må betale på uratet OMF i forhold til ratet OMF påvirker ikke Spareskillingsbanken i stor grad. Engedal hevder også at Spareskillingsbanken driver mer effektivt enn mange andre og kan hente inn kostnadsdifferansen andre steder. OMF har videre ikke vært en viktig kilde for Spareskillingsbanken når det gjelder å redusere løpetidsgapet, men OMF har vært et hjelpemiddel i forhold til kravene om større likviditetsportefølje.

Boliglån utstedes direkte fra Spareskillingsbanken, og ikke gjennom Verd Boligkreditt. Verd Boligkreditt har et styre som består av eierbankene, og Skarsvåg og Mokleiv i Verd boligkreditt er til god hjelp for Spareskillingsbanken når det gjelder driften av boligkredittselskapet. Det er også de som kontrollerer sikkerhetsmassen til enhver tid. Spareskillingsbanken mottar jevnlig rapporter om Verd boligkreditt. Hvor mye Spareskillingsbanken kan overføre til kredittforetaket er det ingen regler på, men som Engedal påpeker i intervjuet har ikke Spareskillingsbanken overført store mengder.

Seniorobligasjoner:

Spareskillingsbanken har ikke merket noen kostnadsendring på seniorobligasjoner etter at de begynte å overføre boliglån til kredittforetaket. Som nevnt tidligere har ikke Spareskillingsbanken utnyttet OMF markedet i stor grad, og dermed ikke overført store deler av sin boligportefølje til kredittforetaket. Innskuddsdekningen til Spareskillingsbanken ligger på rundt 94 prosent, så de har heller ikke vært tungt inne i seniorobligasjonsmarkedet.

”Når vi går ut på seniorobligasjonsmarkedet blir vi ønsket velkommen da vi har kanonsterke finansielle tall.”

Bankens forhold til obligasjonsmarkedet går gjennom Verd boligkreditt vedrørende OMF markedet og meglere blir brukt i tilfeller hvor de henter kapital gjennom seniorobligasjoner.

Tilbakemeldinger fra investorer angående økt risiko grunnet pantsetting av eiendeler har ikke vært tema.

Verd er i prosessen med å få rating, og ratingselskapene fokuserer i større grad på det faktum at Verd er eid i fellesskap av mange mindre banker enn overføringsgraden. Ved et heleid boligkredittselskap vil det være et sterkere forhold mellom mor- og datterselskap, enn ved et deleid boligkredittselskap. Blant annet Moodys oppfatter dette som tryggere, og er derfor mer skeptisk til å gi rating til et deleid foretak. Verd er eid av mange små banker, der de minste bankene har rundt to milliarder i forvaltningskapital, mens de største er oppe i åtte milliarder. Satt litt på spissen, er noen av de mindre bankene etablert steder hvor mange av arbeidsplassene avhenger av noen få bedrifter. Skulle en av disse gå konkurs vil mange miste jobben, og risiko for mislighold av lån kan øke. Dette er en av faktorene ratingselskapene har hengt seg opp i. De påpeker at forpliktelsen mellom morbank og datterselskap er større i et heleid foretak kontra et deleid foretak.

Begrensning:

En begrensning for Spareskillingsbanken er ikke et tema i dag da de kun har overført en liten andel av sin boligportefølje. Spørsmålene vi har stilt de andre bankene vil derfor ikke gjelde Spareskillingsbanken i noen særlig grad. Engedal kommenterer likevel at det vil være viktig å ha flere kilder til å hente inn kapital dersom likviditeten i markedet igjen skulle forsvinne slik den gjorde under finanskrisen. At OMF-markedet ikke er utnyttet til det ytterste ved en slik situasjon vil nok være viktig. For Spareskillingsbanken er innskudd den største og viktigste kilden til kapital.

Et mulig tiltak for begrensning kan være en konjunkturbasert begrensning. Hva tenker dere om det?

Når det gjelder en begrensning i høykonjunktur og opphevd begrensning i lavkonjunktur mener Engedal teorien antageligvis er god, men at dette ikke vil fungere. Når krisen først har slått til vil nok markedet stå ganske stille selv om en da vil få muligheten til å utstede mer OMF. Samtidig vil dette være veldig uforutsigbart for bankene. En må gjerne forberede seg litt før markedet går kraftig ned, og dette vil også være vanskelig å forutse.

Dersom det oppstår en ny finanskrise, på lik linje med den vi opplevde i 07-08, hvilke tiltak ville man da benytte dersom den økende graden av pantsetting fortsetter?

Boligkredittselskapet var ikke opprettet på dette tidspunktet, og Spareskillingsbanken kunne derfor ikke delta i bytteordningen. Likevel var ikke dette noe problem for banken, da de hadde penger og var likvide gjennom hele perioden. Dersom en situasjon av samme karakter skulle oppstå igjen, vil Spareskillingsbanken nå ha tilgang til å benytte seg av bytteordningen dersom dette vil bli et tiltak igangsatt av staten. Når det gjelder de bankene som allerede har utnyttet store deler av sin boligportefølje vil jo denne kilden være lite reell i en krise situasjon. Det kan derfor være viktig å ikke utnytte denne kilden til sitt fulle, slik at en kan benytte seg av en eventuell ny bytteordning dersom det skulle være nødvendig.

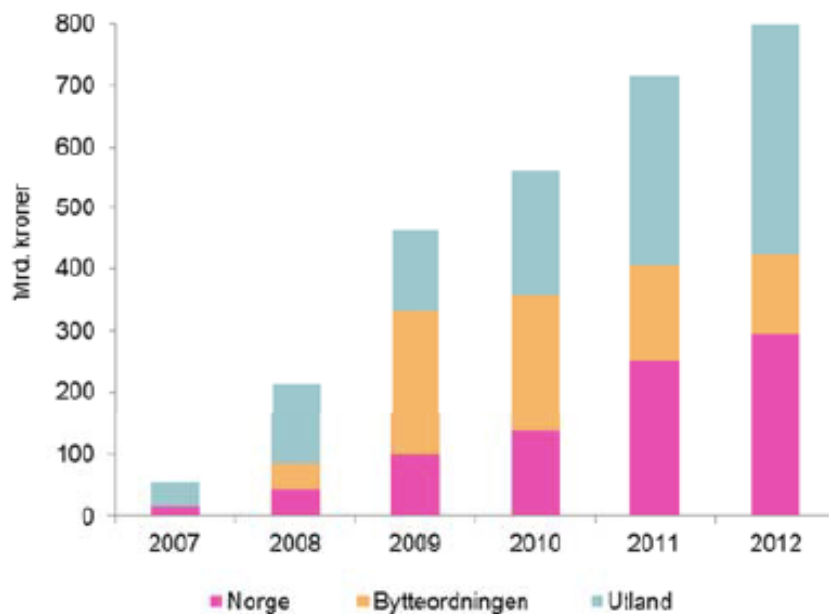
Hva tenker dere om at økte boligpriser kan ha en sammenheng med økt bruk OMF?

Engedal mener OMF som finansieringskilde kan ha vært med på å holde prisene nede for boliglånskunder, og dersom de hadde vært høyere kunne dette vært en effekt som hadde dempet boligprisene. Han nevner også innvandringseffektene og norske lønninger som har vært tatt opp i media den siste uken. Forskjellene mellom Norge som går så bra og alle andre blir gjerne for stor, og dette kan igjen være med på å underbygge en boble i Norge.

5.2 Utviklingen av OMF (og seniorobligasjoner):

I løpet av de siste årene har OMF som finansieringskilde økt betraktelig. I 2007, før bytteordningen, eksisterte det syv kredittforetak med OMF-utstedelser på rundt 42 milliarder kroner (Bakke et al., 2010). Ved utgangen av 2012 finnes det 23 boligkredittforetak i Norge, og det var utstedt OMF for 803,6 milliarder kroner (FNO, 2013b). I tillegg ligger nå 60 prosent av alle boliglån i OMF foretak. Det har altså vært en stor utvikling i det norske OMF-markedet i løpet av kort tid, og enkelte banker har overført en stor andel av sine lån til boligkredittforetak (Finanstilsynet, 2013c). Dette kan ses i figuren under.

Figur 11: Utstedte OMF, fra 2007 til 2012.

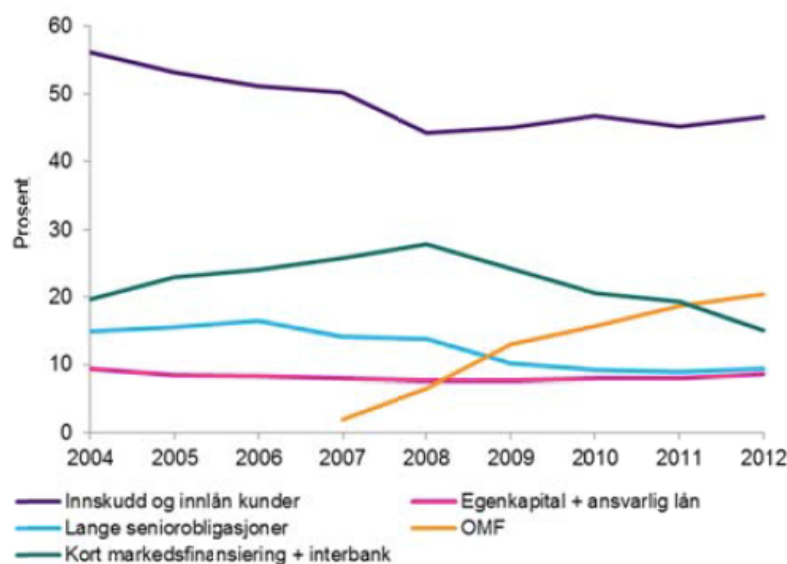


Kilde: (Finanstilsynet, 2013b, p. 31)

I figur 12 ser vi utviklingen i de ulike finansieringskildene bankene og OMF-foretakene har. Som tidligere nevnt var veksten i utstedelse av OMF stor i starten, men denne har jevnet seg noe ut nå. Vi ser også av figuren at ved innføringen av OMF, sank veksten i utstedelse av seniorobligasjoner, men at denne ligger på et mer stabilt nivå i dag. Dette betyr at selv om OMF har kommet inn på markedet, har ikke seniormarkedet blitt påvirket i all for stor grad. Derimot ser vi at kort finansiering fortsatt har en negativ vekst. Dette stemmer også med ”the pecking-order theory”, som ble beskrevet tidligere. Teorien gikk ut på at etter intern

finansiering, vil banken finansiere seg ved utstedelse av mest mulig sikre verdipapirer. Dette for at investorer skal ha minst mulig bekymringer i forhold til konsernet.

Figur 12: Utvikling i finansieringskilder, for banker og OMF-foretak, justert for valutainnskudd i sentralbanker

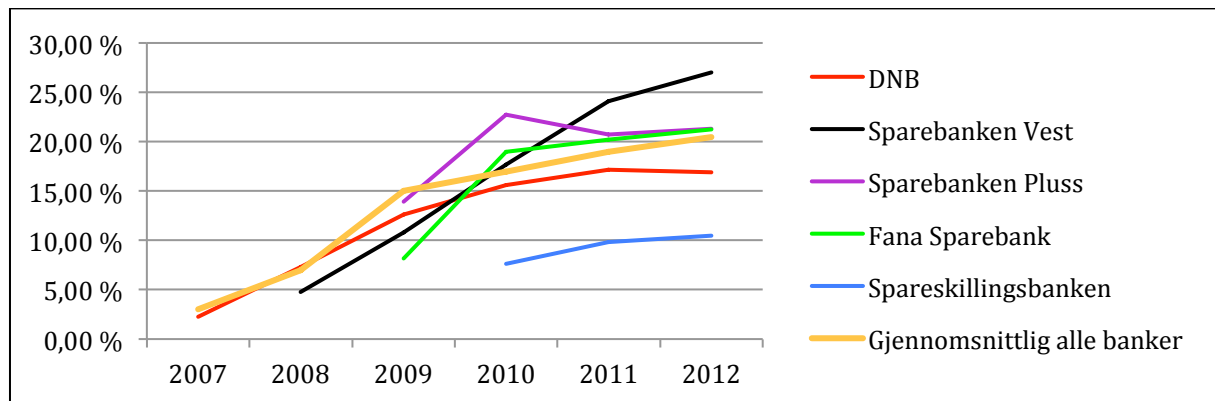


Kilde: Finanstilsynet

Kilde: (Finanstilsynet, 2013b)

Som vi så av figuren over, var veksten i utstedte OMF størst de første årene. For de fem bankene vi har snakket med, har utviklingen vært noe ulik. Figur 13 viser hvor stor andel OMF utgjør av forvaltningskapitalen i løpet av de årene respondentene har benyttet denne finansieringskilden. I tillegg vises gjennomsnittet for alle banker som utsteder OMF. Vi ser at alle bankene hadde sterkest vekst i startfasen, mens veksten har jevnet seg ut de siste årene. En årsak til dette vil for flere av bankene være bytteordningen, som gjorde at bankene fikk utstedt mye OMF ved innføringen. For Spareskillingsbanken som ikke deltok i bytteordningen ser vi at veksten har vært relativt jevn hele perioden.

Figur 13: Andel utstedte OMF av forvaltningskapital³²



Kilde: Egen figur. Tall hentet fra årsrapporter. Utledning av figur finnes i vedlegg 8.2.

Vi ser også at både Sparebanken Vest, Sparebanken Pluss og Fana Sparebank har hatt en sterkere vekst enn gjennomsnittet tilsier. Sparebanken Pluss hadde derimot en svært sterk vekst fra 2009 til 2010, før de hadde en negativ vekst året etter. Da innfrielsen av OMF-ene som ligger i bytteordningen vil skje i nærmeste fremtid, kan vi anta at veksten vil ta seg noe opp igjen. Dette begrunnes i at bankene må skaffe ny kapital, og dette kan blant annet gjøres ved utstedelse av nye OMF-er.

³² For Spareskillingsbanken er veksten beregnet etter overførte boliglån til Verd Boligkreditt.

5.2 Obligasjoner med fortrinnsrett:

I hvilken grad OMF blir sett på som en viktig finansieringskilde:

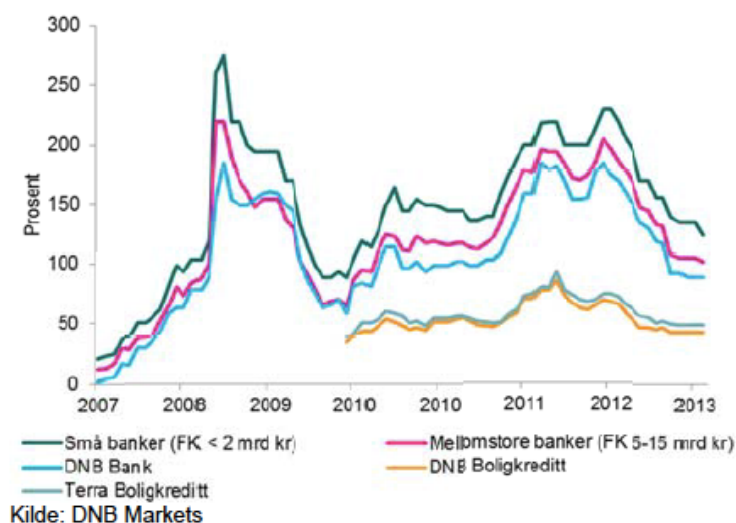
Tabell 3: Viktighet ved bruk av OMF.

	Ingen/liten grad	Moderat grad	Stor grad
DNB			✓
Sparebanken Vest			✓
Sparebanken Pluss			✓
Fana Sparebank			✓
Spareskillingsbanken		✓	

Fire av de fem bankene vi snakket med sa at obligasjoner med fortrinnsrett var en viktig finansieringskilde for banken. Spareskillingsbanken mente derimot at slik deres situasjon er i dag, er OMF et mindre viktig finansieringsverktøy. Dette har en sammenheng med at deres satsingsområde er innskudd, og banken har i dag en innskuddsdekning på 94 prosent. Dermed er det begrenset hvor mye kapital de henter på det eksterne markedet. Banken påpekte derimot at OMF kan bli en viktig kilde til kapital i urolige tider dersom andre finansieringskilder blir mindre tilgjengelige.

Samtlige av bankene påpekte *kostnaden* som en viktig faktor med OMF, da disse kan utstedes til en lav kostnad i forhold til for eksempel seniorobligasjoner. Variasjonen i den effektive kostnaden har vært lavere for OMF enn for seniorobligasjoner, slik at dette også vil være mer stabilt for banken.

Figur 14: DNB Markets indikative påslag for seniorobligasjoner og OMF mot 3 mnd. NIBOR over fem år.



Kilde: (Finanstilsynet, 2013b, p. 28)

Som vi ser av figur 14 ligger den effektive kostnaden på OMF for DNB Boligkreditt omtrent 50 basispoeng lavere enn for seniorobligasjonene utstedt av DNB Bank. Når det utstedes store beløp med obligasjoner hvert år, er det naturlig at en slik kostnadsforskjell vil utgjøre stor forskjell for konsernene, om man benytter OMF fremfor seniorobligasjoner.

Ratet eller uratet boligkredittforetak:

Tabell 4: Ratede boligkredittforetak.

	Ratet	Uratet
DNB	✓	
Sparebanken Vest	✓	
Sparebanken Pluss	✓	
Fana Sparebank		✓*
Spareskillingsbanken		✓*

*Er i en ratingprosess i dag.

En annen faktor flere av bankene påpekte var viktig i forhold til utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett, var om boligkredittselskapet var offisielt ratet. Rating kom frem som en

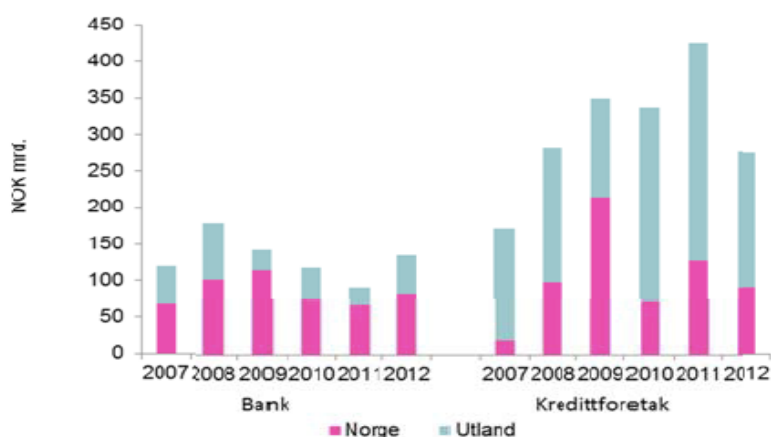
viktig faktor, både i forhold til *kostnad, nye reguleringer og det å kunne gå utenlands*. I forhold til de bankene vi intervjuet, er de tre største datterselskapene ratet. Men både Fana Sparebank Boligkreditt og Verd Boligkreditt (for Spareskillingsbanken) er i en ratingsprosess i dag.

Det foreligger forskjell i kostnad for utstedelse av OMF for ratede og uratede selskaper. Fana Sparebank trakk dette frem som en av hovedgrunnene til at de ønsket å bli ratet, i tillegg til de nye reguleringene som kommer. De fortalte at de har holdt igjen på utstedelse av OMF i 2012, for å kunne utstede mer OMF, til en lavere kostnad når de har fått rating.

For DNB som stor bank, er det norske markedet for lite, og for å kunne dekke sitt behov er de nødt å gå utenlands. Både Sparebanken Vest og Sparebanken Pluss utsteder også til utenlandske investorer, og mener at det å ha mulighet til dette er en viktig faktor innenfor det å være konkurransedyktig. Da verken Fana Sparebank eller Spareskillingsbanken er ratet, har de ikke mulighet til å gå utenlands. Dette er heller ingen viktig faktor for noen av disse, da det norske markedet er stort nok til å dekke deres eksterne finansiering. I tillegg kan det nevnes at for å utstede utenlands må beløpet være av en mengde som de minste bankene ikke har mulighet til.

Som vi ser av figur 15 har utstedelse av OMF til utlandet vært betydelig større enn utstedelser innenlands fra 2010 til i dag. En årsak til dette kan være at det har vært lite norske statsobligasjoner tilgjengelig på markedet de siste årene, og dermed har utenlandske investorer økt etterspørselen etter norske sikre obligasjoner. Dette er det da kun ratede boligkredittselskap som kan ha dratt nytte av.

Figur 15: Obligasjonsutstedelser per år, både i Norge og utland.



Note: Kredittforetak utsteder i all hovedsak OMF. Kilde: Stat. sentralbyrå

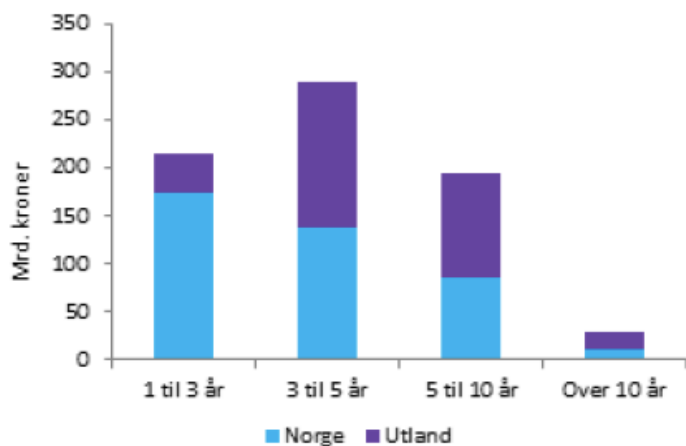
Kilde: (Finanstilsynet, 2013b)

I forhold til de nye reguleringene både innenfor Basel-regelverket og Solvency II, vil det å ha rating være viktig. Basel-komiteen gikk i januar ut og sa at den laveste ratingen OMF-er som kan inkluderes i de nye likviditetskravene kan ha er AA- (The Covered Bond Report, 2013). Det er altså kun offisielt ratet obligasjoner med fortrinnsrett som kan inngå som sikre likvide midler i kravene, og dermed vil per dags dato OMF-ene fra verken Fana Sparebank Boligkreditt eller Verd Boligkreditt kunne inngå i disse kravene. Da det ventes at etterspørselen etter OMF vil øke som følge av disse kravene, både fra andre banker og pensjonsselskaper, vil en offisiell rating være viktig for å holde på den markedsandelen bankene har bygd opp i dag.

En annen faktor som gjør OMF til et viktig finansieringsverktøy, er reduksjonen av løpetidsgapet. I forhold til bankens oppgave om løpetidstransformasjonen kan banken tilpasse forfallstrukturen på sin egen finansiering, slik at løpetiden på finansieringen blir tilpasset løpetiden på utlånene. Da utlån til bolig som regel har lengre løpetid enn det bankenes innlån har, oppstår det et gap. For at bankens finansiering skal være mest mulig stabil, er det derfor viktig med finansiering som har lang løpetid, slik at gapet reduseres. Dette har OMF vært med å bidra til, og både DNB og Sparebanken Vest poengterte dette som en viktig faktor. Spareskillingsbanken sa derimot det motsatte, at OMF ikke var et viktig verktøy for dem i forhold til å redusere løpetidsgapet. Igjen kan den lave andelen av ekstern finansiering som Spareskillingsbanken benytter være en årsak til dette, da finansieringen deres allerede har

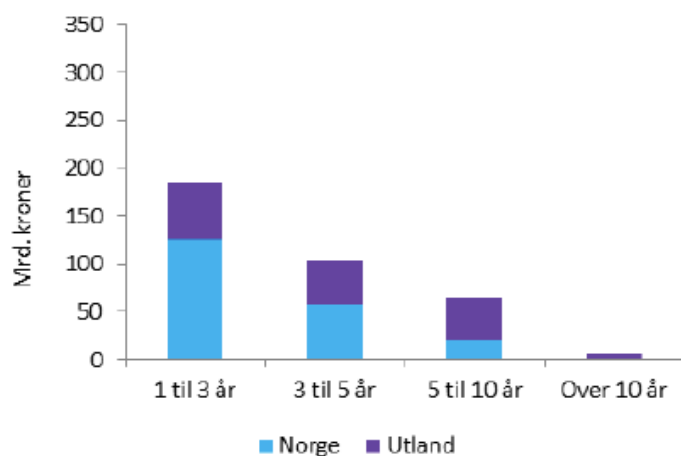
lang løpetid. For DNB og Sparebanken Vest som har større andel av ekstern finansiering, vil dette derfor være en viktigere faktor.

Figur 16: OMF fordelt på løpetider over ett år.



Kilde: (Finanstilsynet, 2012c, p. 4)

Figur 17: Seniorobligasjoner fordelt på løpetider over ett år.



Kilde: (Finanstilsynet, 2012c, p. 4)

Som vi ser av figurene ovenfor er mengden utstedte OMF med løpetid fra tre år og utover, betydelig større enn utstedte seniorobligasjoner med samme løpetid. Da investorer av OMF føler at dette er et mer sikkert investeringsprodukt enn seniorobligasjoner, er de villige til å binde seg til lengre avtaler, og det er derfor mulig å kunne utstede OMF med lengre løpetider enn man kan med seniorobligasjoner. Da dette er med på å skape en bedre langsiktig likviditet

for bankene, ser vi på det som naturlig at dette er noe bankene benytter seg av. Da både innføringen av NSFR og forfall på OMF liggende i bytteordningen gjør at bankene behøver mer langsiktig finansiering, er OMF et viktig finansieringsverktøy.

Overføring og pantsettingsgrad:

Hvor klare regler har man internt i banken på hvor store mengder boliglån som kan overføres til boligkredittforetaket:

Tabell 5: Klare regler internt på mengde boliglån som kan overføres til boligkredittforetak.

	Ingen/liten grad	Moderate grad	Stor grad
DNB		✓	
Sparebanken Vest		✓	
Sparebanken Pluss		✓	
Fana Sparebank			✓
Spareskillingsbanken	✓		

Av de bankene vi snakket med var det kun Fana Sparebank som hadde klare interne retningslinjer på hvor stor andel av boliglånene på personmarkedet de kunne overføre til boligkreditselskapet. I dag har de overført i overkant av 40 prosent av utlån på personmarkedet, mens de har satt en grense på å kunne overføre maksimalt 60 prosent. I tillegg har Fana Sparebank Boligkreditt satt en intern minimumsgrense på sikkerhetsmassen sin, slik at den skal dekke 110 prosent av de overførte boliglånene. Dersom denne reduseres, vil de gjennomføre tiltak slik at man når minimumsgrensen igjen.

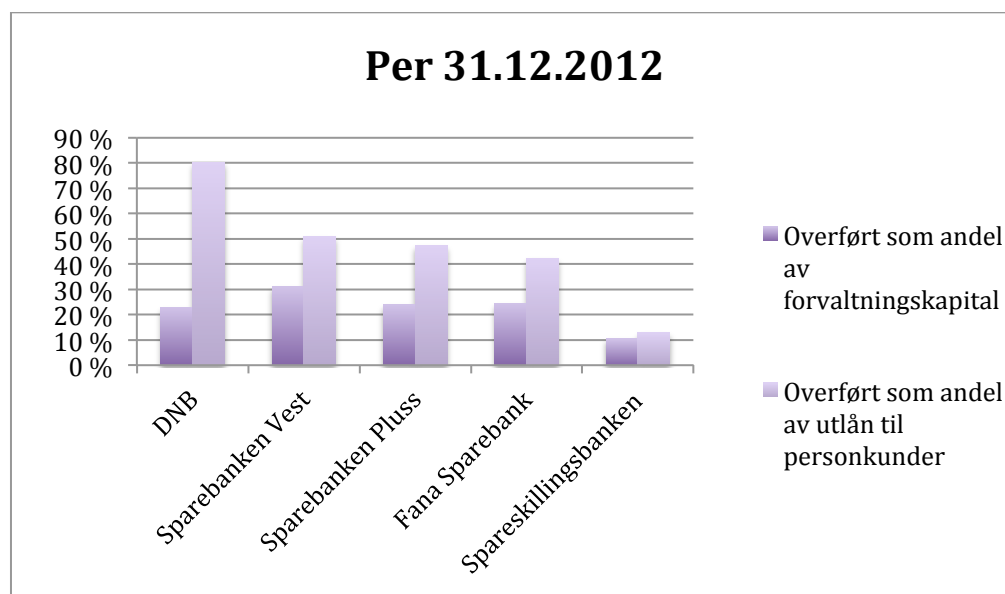
I motsetning til de andre bankene fortalte Spareskillingsbanken at de ikke har noen grense på hvor mye boliglån de kan overføre til Verd Boligkreditt. Banken har en overføringsgrad på 13 prosent, og tilhører dermed ikke gruppen det rettes de største bekymringene mot.

Ingen av de tre største bankene uttrykte klare regler på hvor mye av boliglånene på personmarkedet som kan overføres. Men både Sparebanken Pluss og Sparebanken Vest påpekte at dette blir vurdert med tanke på hvilken kvalitet restbalansen i banken har.

Sparebanken Pluss nevnte også at de følger med på hvor mye andre banker overfører, og mente derfor at de fortsatt har mye å gå på i forhold til andre banker. Sparebanken Vest mente også at da de fortsatt har mye boliglån å ta av på balansen, er det ikke nødvendig med faste grenser.

DNB har en annen praksis enn de andre bankene vi snakket med. I alle de fire andre bankene, innvilges boliglånene i morbanken, og overføres eller selges til boligkredittforetaket ved behov. I DNB innvilges også boliglånene av rådgivere i morbank, men allerede ved innvilgelsen deles lånet i to dersom belåningsgraden i utlånet overstiger 70 prosent. Andelen under 70 prosent innvilges da direkte i boligkredittforetaket, mens den resterende andelen blir liggende igjen i morbank. Da pantsettingsgraden av boliglån til personkunder i DNB er på hele 80 prosent, tror vi at dette blant annet kan skyldes den ulike praksisen. Alle lånene som kvalifiseres til å ligge i sikkerhetsmassen, blir dermed overført dit allerede ved innvilgelsen av boliglånet.

Figur 18: Overføringer som andel av forvaltningskapital og utlån til personkunder, per 31.12.2012.



Kilde: Egen figur.

Som vi ser av figuren over, har DNB helt klart størst andel pantsettingsgrad av utlån til personkunder. Denne andelen blir lavere, jo mindre bankene er, i forhold til forvaltningskapital. Dette ser vi også er likt i forhold til figur 19 som Finanstilsynet har utarbeidet. Her ser vi at jo større bankene er, jo mer av boliglånene har de overført.

Figur 19: Boliglån overført til kredittforetak.

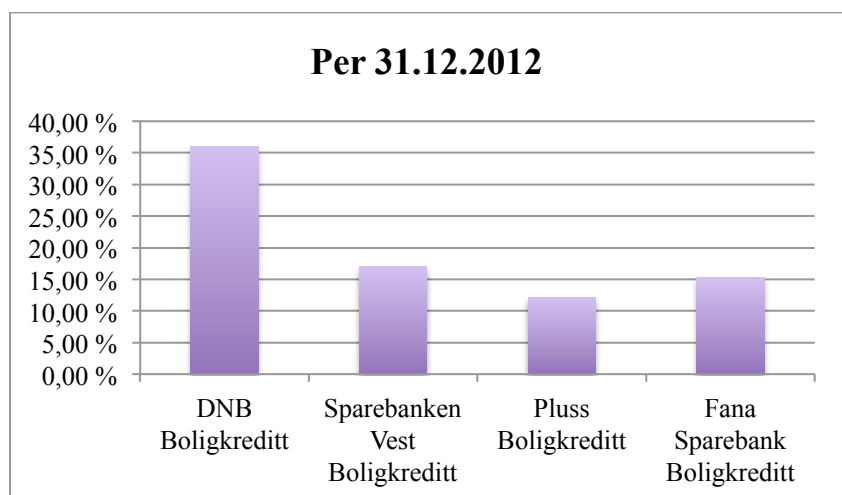


Kilde: Finanstilsynet

Kilde: (Finanstilsynet, 2013b, p. 31)

Dersom vi ser på graden av overpantsettelse, ser vi av figur 20 at DNB har en betydelig høyere prosentandel enn de tre andre heleide boligkredittforetakene. Dette tror vi også kan skyldes at DNB har en ulik praksis for overførsel av boliglån enn de andre bankene. Selv om overføringsgraden er høy, har ikke DNB pantsatt alle boliglånene som ligger i kredittforetaket. De tre andre kredittforetakene har en lavere overpantsettelse, og må derfor overføre ytterligere boliglån fra morbank for å kunne utstede nye OMF, mens for DNB vil det ikke være behov for nye boliglån. Overpantsettelsen til DNB kan reduseres betraktelig før de kommer ned på samme nivå av overpantsettelse som de andre boligkredittforetakene vi har sett på.

Figur 20: Grad av overpantsettelse, per 31.12.2012.

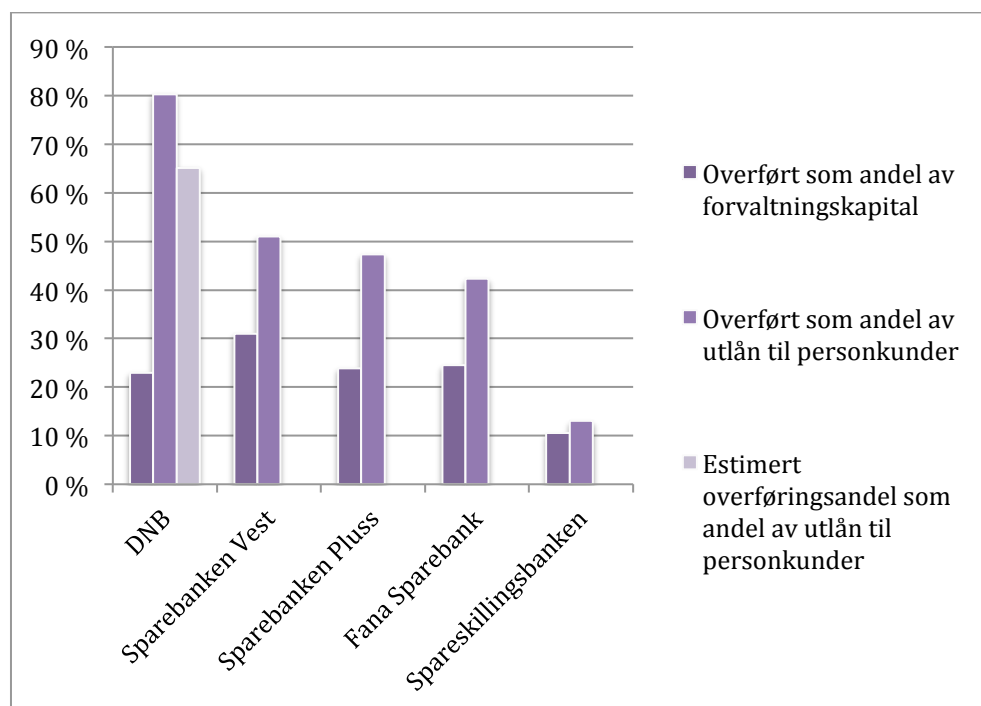


Kilde: Egen figur.

Dette betyr også at DNB har mulighet til å overføre flere boliglån tilbake til morbank, for å redusere risikoen i forhold til usikrede investorer. I tillegg vil man med en så stor overpantsettelse ha mer å gå på i forhold til et eventuelt boligprisfall.

Dersom DNB hadde hatt en overpantsettelse på samme størrelse som Sparebanken Vest (17 prosent per 31.12.2012), med opprinnelig mengde utstedte OMF, ville overføringen som andel av utlån til personkunder vært lavere. I dette tilfellet ville DNB hatt flere boliglån liggende igjen i morbank, noe de i praksis har mulighet til, og forskjellen mellom store og mindre banker er ikke like betydelig som grafen i utgangspunktet viser. Vi mener derfor at det vil være feil å kun fokusere på overføringsandelen av boliglån til personkunder de ulike bankene har. Både grad av overpantsettelse, hvordan overføringen skjer i praksis, og hvordan restbalansen til banken ser ut er viktige faktorer i forhold til bekymringen rundt økt pantsetningsgrad av aktiva.

Figur 21: Estimert overføringsandel som andel av utlån til personkunder.



Kilde: Egen figur.

Vi ser også av figurene 18 og 21 at selv om overføringsgraden av utlån til personkunder varierer, er andelen av total forvaltningskapital rimelig jevn mellom de fire største bankene vi har snakket med. DNB har en lavere overføringsgrad av total forvaltningskapital i forhold til Sparebanken Vest. Dette betyr i praksis at selv om DNB har overført en større andel av boliglånene sine, er balansen deres større, slik at DNB ikke har pantsatt like stor grad av alle aktiva som Sparebanken Vest har. Dette er naturlig i og med at DNB er en større bank, og har flere forretningsområder enn mindre banker.

5.3 Seniorobligasjoner:

Har bankene sett en kostnadsendring på seniorobligasjoner på grunn av OMF:

Tabell 6: Kostnadsendring på seniorobligasjoner som følge av innføring av OMF.

	Ingen/liten grad	Moderat grad	Stor grad
DNB			
Sparebanken Vest		√	
Sparebanken Pluss	√		
Fana Sparebank	√		
Spareskillingsbanken	√		

Sparebanken Vest tror det kan være en sammenheng mellom økt kostnad på seniorobligasjoner og bankens økende grad av pantsetting. Men de påpeker at det ikke utmerker seg kostnadsforskjeller mellom banker som har pantsatt mye og banker som har pantsatt lite. De andre bankene som besvarte spørsmålet tror ikke kostnaden på seniorobligasjoner har noen sammenheng med OMF, men at kostnaden påvirkes av andre faktorer.

Krav fra investorer om høyere avkastning på seniorobligasjoner på grunn av redusert balanse i morbank:

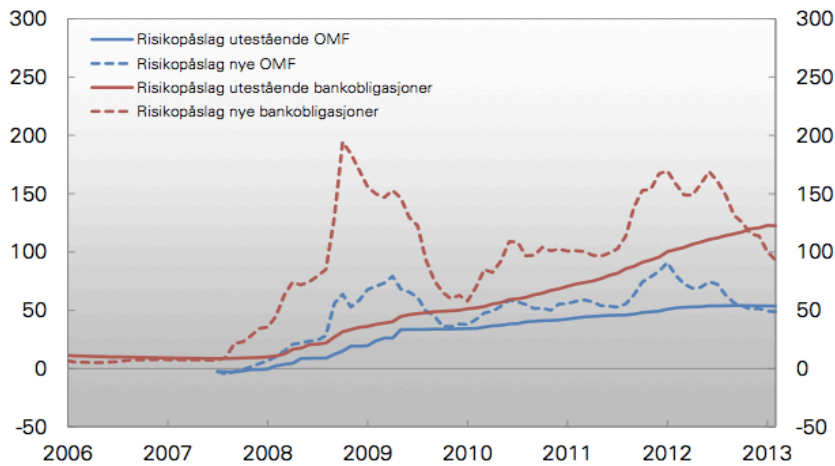
Tabell 7: Økte krav fra seniorinvestorer som følge av redusert balanse i morbank.

	Ingen/liten grad	Moderat grad	Stor grad
DNB	√		
Sparebanken Vest	√		
Sparebanken Pluss	√		
Fana Sparebank	√		
Spareskillingsbanken	√		

Ingen av bankene har fått tilbakemeldinger fra investorer om økte avkastningskrav på grunn av økt risiko i restbalansen til banken. De har heller ikke merket noe økt bekymring. Selv om pantsetting og innlåsing av eiendeler er noe det snakkes mer om både i Norge og ellers i verden har flere av bankene uttalt at spesielt utenlandske investorer ser annerledes på det norske banksystemet og hvordan boligfinansieringen utføres her. I mange andre land foregår boligfinansiering gjennom spesialforetak slik at boliglånet ikke vil ligge i banken i utgangspunktet slik som det gjør i de fleste bankene i Norge.

Figur 22 viser risikopåslagene for OMF og seniorobligasjoner de siste årene. Svingningene varierer i takt, men påslagene for OMF er lavere enn for seniorobligasjoner. Økningen i risikopåslagene ser ut til å være preget av den finansielle krisen i 2008 samt statsgjeldkrisen i Europa som utbredte seg i 2011-2012. Under finanskrisen gikk flere banker konkurs og investorer mistet betydelige pengesummer. Som Sparebanken Vest sa i intervjuet ble seniorobligasjoner sett på som bortimot risikofritt før finanskrisen, men det viste seg at risikoen forbundet med denne type investering var mye høyere enn antatt. Ved økt risiko vil investorene kreve høyere avkastning som kompensasjon for å påta seg risikoen ved investeringen. Det vil være naturlig at dette er en av hovedfaktorene til økningen i påslaget vi ser i figuren, både når det gjelder den finansielle krisen i 2008 og den senere eurokrisen. Selv om Norge ikke ble preget av krisen i like stor grad som mange andre land, spredde det seg en frykt i markedet som også påvirket norske investeringsobjekter. Som vi ser har risikopåslagene blitt redusert den siste tiden og kan igjen ha sammenheng med at situasjonen i Europa har bedret seg til en viss grad, samtidig som investorene ser at Norge har vært stabil gjennom denne perioden. Ut i fra dette kan det se ut som risikopåslagene for seniorobligasjoner ikke skyldes redusert balanse i morbank som følge av pantsetting av eiendeler.

Figur 22: Gjennomsnittlige risikopåslag¹⁾ på ny og utestående obligasjonsgjeld for norske bankkonsern²⁾. Basispunkter. Månedsgjennomsnitt. Januar 2006 til februar 2013.



1) Differanse mot 3-mnd NIBOR

2) Alle banker og kredittforetak i Norge med unntak av filialer av utenlandske banker i Norge

Kilder: Bloomberg, Stamdata, DNB Markets og Norges Bank

Kilde: (Norges Bank, 2013b, p. 35).

Det er likevel interessant at risikopåslagene for seniorobligasjoner er betydelig høyere enn hva de var før det nye OMF lovverket ble innført. Det nye lovverket ble innført rett før den finansielle krisen oppstod så det vil være vanskelig å isolere effekten av økt pantsetting fra andre risikofaktorer investorene tar hensyn til. Samtidig er det fortsatt uroligheter i markedene, og de store bankkonkursene vil nok prege investorenes risikoaversjon i lang tid fremover. I og med at samtlige banker vi har intervjuet ikke har fått tilbakemelding fra investorer om at de krever høyere avkastning på grunn av redusert balanse i morbank, kan det se ut som kostnaden på seniorobligasjoner i hovedsak ikke er særlig påvirket av økt grad av pantsetting.

5.4 Begrensning:

Bankenes bekymring for begrensning:

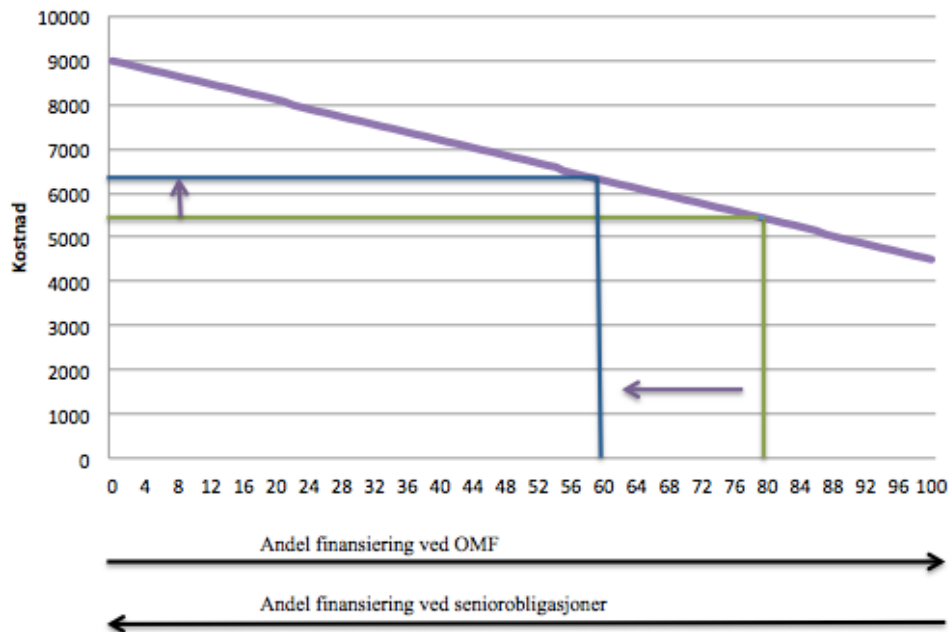
Tabell 8: Bankens bekymring i henhold til begrensning i bruk av OMF.

	Ingen/liten grad	Moderat grad	Stor grad
DNB	√		
Sparebanken Vest	√		
Sparebanken Pluss	√		
Fana Sparebank	√		
Spareskillingsbanken	√		

Ingen av bankene er bekymret for at det vil komme en begrensning. Flere av bankene forklarer dette med at andre land hvor en begrensning er innført har en svært ulik bankstruktur enn det vi har i Norge. Som Sparebanken Vest påpekte er det store forskjeller mellom land slik at et felles regelverk vil nesten være umulig. Spareskillingsbanken mener også at en begrensning ikke ville ha stor betydning for dem da de har pantsatt en liten del av sine aktiva.

Dersom det vil komme en begrensning sier flere av bankene at dette vil føre til dyrere finansiering for banken, noe som videre vil føre til dyrere boliglån for kundene. I figur 23 har vi laget et forenklet eksempel på en hypotetisk bank som viser dette. Antar her at banken kun finansierer seg med OMF og seniorobligasjoner, og grafen viser kostnaden for banken, basert på forholdet mellom de to finansieringskildene. Dersom banken kun benytter OMF som finansieringskilde, vil kostnaden i dette tilfellet være halvparten så stor som dersom banken kun hadde benyttet seniorobligasjoner som finansieringskilde. Antar videre at banken i utgangspunktet finansierer seg med 80 prosent OMF og 20 prosent seniorobligasjoner. Da totalt utstedte obligasjoner er lik 100 i dette eksempelet, vil dette tilsvare 80 OMF og 20 seniorobligasjoner. Kostnaden er forenklet beregnet lik 90 for en seniorobligasjon, og 45 for en OMF, noe som omtrent tilsvarer gjennomsnittlige risikopåslag som vist i figur 22. Dette gir en kostnad på 5400 for banken, sett bort fra NIBOR-renten.

Figur 23: Eksempel på endringer i kostnad for hypotetisk bank ved bruk av OMF og seniorobligasjoner.



Kilde: Egen figur.

Ved en begrensning av utstedelse av OMF må banken finansiere seg ved bruk av mer seniorobligasjoner. Vi antar at banken ikke kan utstede mer enn 60 prosent OMF. De må da utstede mer seniorobligasjoner, som har et høyere risikopåslag. Den totale kostnaden for banken blir da 6300, sett bort fra NIBOR-renten. Vi kan dermed se at en begrensning av hvor mye OMF banken kan utstede, kan føre til en dyrere finansiering for banken. Nærmere forklaring av figuren finnes i vedlegg 8.3.

Både Fana Sparebank og Sparebanken Vest påpeker også at en begrensning vil føre til svekket konkurransesituasjon, spesielt for de mindre bankene som betaler mer for ekstern finansiering enn hva store bankkonsern gjør.

Vil en konjunkturbegrensning fungere:

Tabell 9: Konjunkturbegrensning.

	Ingen/liten grad	Moderat grad	Stor grad
DNB	√		
Sparebanken Vest		√	
Sparebanken Pluss	√		
Fana Sparebank			
Spareskillingsbanken	√		

Vi spurte bankene om en konjunkturbegrensning kunne vært en løsning for å ikke utnytte OMF markedet i for stor grad. Her ville det bli innført en begrensning i høykonjunkturer, mens denne ville opphørt i nedgangskonjunkturer for å ha større tilgang til likvide papirer. På dette svarte de fleste bankene at dette ikke vil være en løsning som vil fungere.

Respondentene som besvarte spørsmålet utfyllende kom med ulike faktorer som de mente var elementære for at dette ikke kunne være en løsning. Blant annet ble det nevnt at dersom markedet først var nede ville OMF være lite likvid, selv om de muligens ville være mer likvid enn andre papirer. Det vil også være vanskelig å si når markedet svinger, og videre når ”bryteren skal slås av og på”. DNB uttalte også at dette ville være umulig å tilpasse på kort sikt da OMF har løpetider på mellom fem og ti år. Sparebanken Vest var den eneste banken som mente dette kunne være en mulig løsning, uten at svaret ble utdypet videre.

Både Sparebanken Pluss, Spareskillingsbanken og Sparebanken Vest mente også det ville være viktig og ikke ha utnyttet OMF markedet i for stor grad dersom en ny bytteordning ville bli satt opp i forbindelse med en ny krise.

6 AVSLUTNING OG KOMMENTARER:

I dette kapittelet vil vi oppsummere funnene våre, samt komme med egne kommentarer. Til slutt vil forslag til videre arbeid presenteres.

Vi ønsket i denne oppgaven å belyse temaet obligasjoner med fortrinnsrett i større grad, og få en forståelse av hvordan denne finansieringskilden virker og hvordan OMF har vært med på å hjelpe bankene i en tid preget av mye uro. Etter å ha satt oss inn i hvordan banksystemet virker som helhet, ville vi se på hvordan obligasjoner med fortrinnsrett som en relativt ny finansieringskilde har vært med på å påvirke banken. I tillegg ønsket vi å se på og vurdere om bankene har gjort seg for avhengig av OMF, eller om de fortsatt opprettholder andre langsiktige finansieringsalternativer som seniorobligasjoner. Da det har vært fremstilt bekymringer for at banker bruker OMF som finansieringskilde i for stor grad, har vi også sett på hva begrensninger i bruk av dette vil bety for bankene.

Problemstillingen vår var som følger:

Hvor viktig er obligasjoner med fortrinnsrett for bankene, og har de gått for mye bort i fra seniorobligasjoner som finansieringskilde? Hvordan vil bankene bli påvirket av en eventuell begrensning?

For å besvare problemstillingen valgte vi å intervjuer fem banker av ulik størrelse. Ut i fra svarene vi fikk, har vi undersøkt om det er likheter eller forskjeller mellom bankene. Vi har også tatt i bruk sekundærdata fra bankenes årsrapporter for å støtte oppunder svarene som er gitt, samt slutningene som er trukket.

Hvor viktig er obligasjoner med fortrinnsrett for bankene, og har de gått for mye bort i fra seniorobligasjoner som finansieringskilde?

Vi har sett at bankene selv mener at OMF er en viktig finansieringskilde. For bankene vi intervjuet gjelder dette i hovedsak mellomstore og store banker, mens for mindre banker der innskuddsdekningen er høy, er viktigheten av lavere grad. Bankene påpekte lav kostnad og lav risiko som viktige faktorer på hvorfor OMF er en viktig finansieringskilde. Lav risiko gjør

at OMF blir etterspurt i perioder der det er vanskelig for banken å skaffe annen likviditet. Dette leder også til at investorer er villige til å binde seg til lengre avtaler, og bankene får da utstedt OMF med lang løpetid, som bidrar til å redusere løpetidsgapet. I tillegg fremhevet bankene fordeler som at OMF kan per dags dato inngå som likviditet i flere av de nye reguleringene som innføres, på grunn av den lave risikoen og høye ratingen. Dette vil være med på å øke etterspørselen både fra andre banker og pensjonsforsikringselskaper. Det å ha offisiell rating kom også frem som en viktig faktor, både med tanke på lavere kostnad og det å kunne inngå som likviditet i de nye reguleringene.

Veksten i utstedelse av seniorobligasjoner har vært noe redusert etter at OMF kom på markedet, men markedet er fortsatt tilstede. Ved innføring av en ”ny” finansieringskilde som OMF, er det naturlig at veksten i de andre finansieringsalternativene avtar. Ut i fra bankenes svar i intervjuet, samt tall fremskaffet fra årsrapporter ser det ut som at seniorobligasjoner som finansieringskilde fortsatt er godt ivaretatt. Ved utstedelse av OMF blir kvaliteten på restbalansen til morbank redusert som følge av overføring av aktiva til boligkredittforetaket. Ingen av bankene vi intervjuet har fått bekymringsmeldinger fra seniorinvestorer som følge av økt risiko. Det kan se ut som bankene foreløpig har kontroll på at restbalansen i morbank er av god kvalitet. Spørsmålet bankene bør stille seg er hvordan situasjonen vil se ut frem i tid om aktiva blir pantsatt i økende grad. Dersom investorer av seniorobligasjoner vil oppfatte risikoen som større kan dette føre til enda høyere kostnader for banken gjennom denne finansieringskilden. Eventuelt kan investorer også kreve kortere løpetid på seniorobligasjoner. Da vil de være ekstra sårbar for en begrensning vedrørende OMF. På den andre siden kan det være at både banker og investorer stoler for mye på ratingbyråenes vurderinger, og at oppfatningen er at så lenge de opprettholder god rating på banken kan de fortsatt overføre mer eiendeler til boligkredittforetaket uten at dette vil medføre konsekvenser.

Hvordan vil en eventuell begrensning påvirke bankene?

Ingen av bankene vi snakket med var direkte bekymret for at det skulle innføres en begrensning på hvor mye boliglån bankene kunne overføre til boligkredittforetak. Dette kan ha en sammenheng med at Finanstilsynet i forkant av intervjuene uttalte at det ikke ville være nødvendig med en generell begrensning i nærmeste fremtid. Det ble derimot sagt at bekymringen for at store banker overfører i stor grad, fortsatt er tilstede. Dette kan vi også se ut fra funnene våre, at mindre banker overfører i mye mindre grad enn de større bankene. Det

er derfor ikke grunn til bekymring for alle bankene. Det som er interessant er den store oppmerksomheten DNB har fått, også fra andre store banker som påpeker at de har overført mest. Ser vi ut i fra forvaltningskapital er det er andre banker som har overført mer enn DNB. Balansen til DNB er stor, og sammenlignet med Sparebanken Vest har de pantsatt mindre av sine aktiva. I forhold til Sparebanken Pluss og Fana Sparebank har DNB pantsatt omtrent samme andel av forvaltningskapital.

En generell begrensning ville etter vår vurdering påvirket DNB og andre store banker hardest, som har overført størst andel av boliglånene. Finanstilsynet har derfor valgt å ha en tett dialog med bankene og overvåke veksten og omfanget av OMF-finansiering i forhold til annen finansiering i nærmeste fremtid. De la også vekt på at det kunne bli individuelle vurderinger med tanke på en begrensning. Ut fra de funn vi har gjort vil også dette passe best, da det er stor variasjon mellom bankene som benytter OMF.

I forbindelse med innføringen av pilar 2-prosessen i Basel III-reguleringen vil Finanstilsynet følge opp bankenes risikovurdering, samtidig som EBA har fått i oppgave å undersøke om det er behov for retningslinjer eller eventuelle lovverk i forbindelse med pantsetting av aktiva. Da Norge som medlem av EØS må følge internasjonale regelverk, vil dette også gjelde norske banker. Til tross for dette svarte de fleste av våre respondenter at de ikke var bekymret for en begrensning da det foreligger ulike bankpraksiser i forskjellige land.

Dersom det skulle oppstått en generell begrensning, uttalte noen av bankene at dette ville føre til dyrere finansiering for bankene, som igjen ville føre til økt utlånspris for kundene.

Størrelsen på bankene og eierstruktur i boligkredittforetakene:

De likheter og forskjeller vi har funnet i oppgaven er ikke bare preget av størrelsen på bankene, men også av andre faktorer. Vi ser at andelen av ekstern markedsfinansiering har spilt en rolle for hvor viktig OMF har vært for bankene. Jo mer ekstern finansiering bankene bruker, jo mer OMF har bankene også brukt for å erstatte tidligere og mer kostbare finansieringskilder. Vi har også sett at det er de minste bankene som per dags dato ikke har fått offisiell rating, noe som blant annet har sin årsak i kravene ratingselskapene stiller til de. Vi har heller ikke sett noen store forskjeller i forhold til heleide og deleide boligkredittforetak bortsett fra rating. For deleide selskaper er det vanskeligere å oppnå god rating, da det er

større usikkerhet knyttet til boligkredittforetaket grunnet mange eiere. Dette kan videre føre til et større gap i konkurransesituasjonen mellom små og store banker, da små banker med deleide boligkredittforetak må betale en høyere kostnad ved utstedelse av uratede OMF. Situasjonen kan bli ytterligere forsterket da attraktiviteten for uratede OMF vil reduseres som følge av de nye Basel- og Solvency-reguleringene.

Kommentarer:

Med den siste finanskrisen sterkt i minne, ønsket vi å høre hva bankene tenkte om hvilke tiltak som kunne tas i bruk ved en ny finanskrise, dersom den økende graden av pantsetting fortsetter. De fleste respondentene henviste til bytteordningen og at det ved et slikt tilfelle ville være bra å ikke ha utnyttet for stor del av sine aktiva til OMF finansiering.

Da boligpriser og spørsmål om vi er i en eventuell boligprisboble er et dagsaktuelt tema, ønsket vi også å høre hva respondentene tenkte om den lave finansieringskostnaden bankene har gjennom OMF kan ha noen sammenheng med dette. Det har også gjennom media vært antydning at økte boligpriser kan være påvirket av bankens gunstige innlånskostnader. Enkelte av respondentene trodde at det kunne ligge noe i dette, mens andre påpekte faktorer som blant annet avdragsfrie lån som en større faktor for at boligprisene har økt.

Dersom gunstig finansiering for banken har bidratt til lav boliglånsrente, kan det ha ført til at låntakere har pådratt seg høyere gjeld enn de ville gjort dersom boliglånsrenten var høyere. Ved større lånebeløp kan potensielle boligkjøpere by mer for boligene i en budrunde, og dette vil være med på å presse prisene i markedet opp. Det er en økende gjeldsbelastning hos den norske befolkningen og sammen med økte boligpriser kan dette tyde på at låntakere får tilgang på høyere lån og/eller at flere får tilgang på boliglån. Bankene er avhengig av boliglån for å kunne finansiere seg gjennom OMF og det kan spekuleres i om insentivene for å gi ut høyere eller flere boliglån kan ha sammenheng med avhengigheten av boliglån for å utstede OMF.

Økonomer er uenig om de norske boligprisene vil fortsette å vokse, flate ut, eller om vi snart kommer til å se et kraftig fall. Ved et sterkt boligprisfall vil sikkerhetsmassen bli betydelig redusert og bankene må overføre flere boliglån til sikkerhetsmassen for å overholde overpantsettelsen. Dette kan føre til økt utlånsvekst, muligens til mindre sikre betalere, for å

dekke opp i reduksjonen i sikkerhetsmassen. Økt sannsynlighet for mislighold av lån kan igjen føre til at ytterligere boliglån må overføres til sikkerhetsmassen for å innfri balansekravet. Man forsterker da den ugunstige situasjonen man allerede er i.

Dersom flere boliglån må overføres til kredittforetaket, vil dette også redusere morbankens aktiva betraktelig og sikkerheten til usikrede investorer reduseres. Dette kan medføre høyere innlånskostnader for banken gjennom økte avkastningskrav, og samtidig vil det være en risiko for redusert likviditet for seniorobligasjoner dersom de blir mindre attraktiv. Kombinasjonen av et kraftig fall i boligpriser og en finansiell krise vil antageligvis prege bankenes innlånskostnader i enda høyere grad ved at investorer vil kreve betydelig høyere avkastningskrav. I tillegg er det en risiko for at likviditeten til både seniorobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett vil bli betydelig redusert. Dersom bankene har utnyttet store deler av sin OMF finansiering vil det være vanskelig å få tak i disse verdipapirene og det vil videre være vanskelig å få tilgang til en eventuell bytteordning dersom banken selv ikke har investert mye i OMF.

Spørsmålet om økte boligpriser har en sammenheng med bankenes bruk av OMF er også tatt opp i Finanstilsynets rapport; Finansielt utsyn 2013, som kom ut i slutten av april. Her påpeker de at siden OMF utstedes med boliglån som sikkerhet, er det en fare for at den lave kostnaden ved utstedelse av OMF er med på å forsterke oppgangen i boligpriser. Videre skriver de at ved en nedgangskonjunktur med sterkt boligprisfall må bankene muligens overføre ytterligere boliglån for å innfri sine forpliktelser, i tillegg til at ratingselskapene kan kreve en større grad av overpantsettelse. Dersom bankene da innstrammer i utlån, kan dette øke og forsterke nedgangen (Finanstilsynet, 2013b).

Avsluttende kommentar:

Obligasjoner med fortrinnsrett har tydelig vært med på å bidra til en lavere finansieringskostnad for bankene, og muligens også for bankenes kunder ved å bidra til en lavere rentekostnad. Denne nye finansieringskilden har også bidratt til en mer robust finansieringsstruktur for norske banker. I tillegg har innføringen og den betydelige bruken av OMF ført til en risiko i form av økte boligpriser, at banken blir sårbar for sterke boligprisfall, samt en mindre fleksibel finansiering.

Forslag til videre arbeid:

Et aspekt ved oppgaven det hadde vært interessant å følge, er utviklingen av obligasjoner med fortrinnsrett, og hvilke vurderinger som blir gjort opp mot den økte pantsettingen av aktiva, både fra Finanstilsynets side og fra EBA. Dersom det skulle bli innført en begrensning, enten generell eller individuell, ville det også vært interessant å gå *dypere* i hvilke konsekvenser dette ville ført til.

Bekymringen knyttet til økt pantsetting av aktiva er ikke bare diskutert i Norge, men også internasjonalt. I forbindelse med at OMF kan brukes som likviditet i regelverk som Basel III og Solvency II, kunne det vært interessant å se nærmere på i hvilken grad regelverkene er en pådriver for den økte graden av pantsetting.

Et annet scenario som kunne vært interessant å sammenligne blant bankene er likheter og forskjeller i hvordan de utfører stresstester vedrørende boligprisfall, ulike krisetilstander og lignende.

7 LITTERATURLISTE:

- Aamo, Bjørn Skogstad. (2010). *Rammer og regelverk for finansnæringen i årene som kommer*. Paper presented at the Finansforbundet, Felix konferansesenter 11. mars 2010. <http://www.slideshare.net/Finansforbundet/aamo-reguleringer-11-mars-2010-3398195>
- Baker & McKenzie. (2013). New ESRB makes recommendations on funding of credit institutions. Retrieved 25.04.2013, from <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=7be85d5a-0983-4308-bd66-cb9f673600e0>
- Bakke, Bjørn, Rakkestad, Ketil, & Dahl, Geir Arne. (2010). Obligasjoner med fortrinnsrett - et marked i sterk vekst. *Norges Bank, Penger og kreditt*(1/2010), 4-19.
- Baltzersen, Morten. (2013). *Obligasjoner med fortrinnsrett: Tilsynsperspektivet*. Paper presented at the Årsmøte OMF-forum Oslo 16.01.2013. [http://www.fno.no/PageFiles/37146/Morten Baltzersen, finanstilsynsdirekt%C3%B8r Det norske obligasjonsmarkedets betydning for den finansielle stabilitet.pdf](http://www.fno.no/PageFiles/37146/Morten%20Baltzersen,%20finanstilsynsdirekt%C3%B8r%20Det%20norske%20obligasjonsmarkedets%20betydning%20for%20den%20finansielle%20stabilitet.pdf)
- Bank of England. (2012). *Financial Stability Report*. London: Bank of England Retrieved from <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2012/fsrfull1206.pdf>.
- Bankenes sikringsfond. (2013). Garanterer for to millioner. Retrieved 15.02.2013, from <http://www.banknessikringsfond.no/>
- Berents, Fridtjof. (2013). *OMF - "Manna fra himmelen"*. Paper presented at the Valutaseminaret 2013, Oslo.
- Bernhardsen, Eivind, & Larsen, Kai. (2003). Banks' pricing of risk associated with corporate lending. *Economic Bulletin, Q1 03*, 24-34.
- BIS. (2009). Comprehensive response to the global banking crisis. Retrieved 06.03.2013, from <http://www.bis.org/press/p090907.htm>
- BIS. (2010). *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring* Retrieved from <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>
- BIS. (2013a). About the Basel Committee. Retrieved 05.03.2013, from <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>
- BIS. (2013b). International convergence of capital measurement and capital standards. Retrieved 06.03.2013, from <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>
- Borchgrevink, Henrik. (2012). Basel I-gulvet - overgangsregel og sikkerhetsmekanisme i kapitaldekningsregelverket. 8.
- Bredesen, Ivar. (2005). *Investering og finansiering*. Oslo: Gyldendal akademisk.

- Brønnøysundregistrene. (2013). Nøkkelopplysninger fra Enhetsregisteret. Retrieved 13.04.2013, from <http://w2.brreg.no/enhet/sok/detalj.jsp?orgnr=985621551>
- DNB. (2011). *Risiko- og kapitalstyring: Redegjørelse i henhold til Pilar 3*. Retrieved from https://http://www.dnb.no/portalfront/nedlast/en/about-us/Results/2012/dnb_pillar-3-2011-4q.no.pdf
- DNB. (2013a). *Annual report 2012: DNB BOLIGKREDITT AS*. Oslo: Retrieved from <https://http://www.dnb.no/om-oss/investor-relations/rapporter/2012.html>.
- DNB. (2013b). Hva er sertifikater og obligasjoner? Retrieved 04.04.2013, from <https://http://www.dnb.no/bedrift/markets/dcm/merinfo/hva-er-sert-obl.html>
- DNB. (2013c). *Rapport for 1. kvartal 2013*. Oslo: DNB Retrieved from <https://http://www.dnb.no/om-oss/investor-relations/rapporter.html>.
- DNB. (2013d). *Årsrapport 2012*. Oslo: DNB Retrieved from <https://http://www.dnb.no/om-oss/investor-relations/rapporter/2012.html>.
- Dodd, Randall. (2012). What are money markets? *Finance & Development*, 49(2).
- ESRB. (2012). *Recommendation of the European Systemic Risk Board*. ESRB Retrieved from http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2012/ESRB_2011_2.en.pdf?ea979b6ece3790004eca899e3e0c6b7e.
- ESRB. (2013). Establishment of the ESRB. Retrieved 01.05.2013, from <http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.en.html>
- Europaportalen. (2012). EØS-avtalen: Hva avtalen omfatter. Retrieved 23.02.2013, from <http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/eos/eos-avtalen/hva-avtalen-omfatter.html?id=685024>
- European Banking Authority. (2012). *Report on Risks and Vulnerabilities of the European Banking System*. European Banking Authority.
- European Covered Bond Council. (2013). Essential Features. from <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503>
- Europeiska Centralbanken. (2013). Finansiell stabilitet. Retrieved 20.05.2013, from <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.sv.html>
- Fidjestøl, Asbjørn. (2009). *Renter og rentemarginer Vol. 2. Staff Memo*. Retrieved from http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/StaffMemo/2009/Staff_memo_0209.pdf
- Finansdepartementet. (2005). Om lov om endringer i finansieringsvirksomhets- loven, verdipapirhandeloven og i enkelte andre lover (nytt kapitaldekningsregelverk). Retrieved 26.02.2013, from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/20052006/otprp-nr-66-2005-2006-/7/3.html?id=132956>

- Finansdepartementet. (2012). Finansdepartementets oppgaver overfor finansmarkedene. Retrieved 23.02.2012, from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/finansmarkedene/finansdepartementets-oppgaver-overfor-fi.html?id=435108>
- Finansieringsvirksomhetsloven. (1988a). 1 Utkast til lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner. from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-8/19.html?id=644515>
- Finansieringsvirksomhetsloven. (1988b). Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner: IV. Obligasjoner med fortrinnsrett. from <http://www.lovdatabasen.no/all/tl-19880610-040-006.html>
- Finansminister Sigbjørn Johnsen. (2013). *Robusthet og beredskap*. Paper presented at the Valutaseminar 7. februar 2013, Oslo. http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/ministeren/taler-og-artikler-av-finansminister/2013/robusthet-og-beredskap.html?id=713941
- Finanstilsynet. (2009). Om Finanstilsynet. Retrieved 23.02.2013, from <http://www.finanstilsynet.no/no/Venstremeny/Om-Finanstilsynet/>
- Finanstilsynet. (2010). *Årsmelding 2009*. Retrieved from http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2010/Arsmelding_2009.pdf.
- Finanstilsynet. (2012a). Endringer i kapitalkravsforskriften og i forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner. Retrieved 12.05.2013, from http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Aktuelt/2012/4_kvartal/Endringer-i-kapitalkravsforskriften-og-i-forskrift-om-kredittforetak-som-utsteder-obligasjoner/
- Finanstilsynet. (2012b). *Finansielle utviklingstrekk: Tilstanden i finansmarkedet og utsiktene framover*. Finanstilsynet Retrieved from http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2012/Finansielle_utvikling_strekk_2012.pdf.
- Finanstilsynet. (2012c). *Vurdering av regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett*. Oslo: Finanstilsynet Retrieved from http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2012/FIN_Vurdering_av_regelverket_for_obligasjoner_med_fortrinnsrett.pdf.
- Finanstilsynet. (2013a). Basel III / CRD IV. Retrieved 07.03.2013, from <http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapirromradet/Verdipapirforetak/Tema/Basel-III-CRD-IV/>
- Finanstilsynet. (2013b). *Finansielt utsyn 2013*. Oslo: Finanstilsynet Retrieved from http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rapport/2013/Finansielt_utsyn_2013.pdf?epslanguage=no.

- Finanstilsynet. (2013c). *Regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett*. Oslo: Finanstilsynet
Retrieved from http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2013/Regelverket_for_obligasjoner_med_fortrinnsrett_offentlig.pdf.
- FNO. (2013a). Hva er Nibor? Retrieved 15.05.2013, from <http://www.fno.no/Fot/arkiv-nyheter/2013/01/hva-er-nibor/>
- FNO. (2013b). Høy aktivitet i OMF-markedet i 2012. Retrieved 11.05.2013, from <http://www.fno.no/Fot/arkiv-nyheter/2013/03/hoy-aktivitet-i-omf-markedet-i-2012/>
- FNO. (2013c). K2 mars 2013: Samlet gjeldsvekst avtar. Retrieved 12.05.2013, from <http://www.fnh.no/Indikatorer/Kommentarer-fra-FNO-om-kredittindikatoren---K2/samlet-gjeldsvekst-avtar/>
- FNO. (2013d). OMF - Obligasjoner med fortrinnsrett. Retrieved 03.03.2013, from <http://www.fnh.no/Hoved/Fakta/Verdipapirer-og-kapitalforvaltning/Faktaark-verdipapirer-og-kapitalforvaltning-A---A/OMF/>
- Forskrift om kredittforetaks obligasjoner. (2007). Forskrift om kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett i en sikkerhetsmasse bestående av offentlige lån, utlån med pant i bolig eller annen fast eiendom.
- Geving, Ole Morten. (2010). Regjeringens arbeid for å bevare norsk innskuddsgaranti. http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/aktuelt/taler_artikler/taler_og_artikler_av_ovrig_politisk_lede/taler-og-artikler-av-statssekretar-ole-m/2010/regjeringens-arbeid-for-a-bevare-norsk-i.html?id=625421
- Gjedrem, Svein. (2009). *Erfaringer fra finanskrisen*. Paper presented at the Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem i regi av Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI, Oslo. <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/foredrag-og-taler/2009/erfaringer-fra-finanskrisen/>
- Goergen, Marc. (2012). *International corporate governance*. Harlow: Pearson.
- Grette. (2013). Covered Bonds In Norway. *1*.
- Gripsrud, Geir, Olsson, Ulf Henning, & Silkoset, Ragnhild. (2004). *Metode og dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansand: Høyskoleforl.
- Hillier, David, Ross, Stephen, Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey F., & Jordan, Bradford D. (2013). *Corporate finance*. London: McGraw-Hill Higher Education.
- Hoff, Erna. (2011). Bankers likviditet og finansiering. *Penger og Kreditt*, 3(39), 23-29.
- Hoffmann, Thomas. (2008). Hvad er forskellen på økonomisk krise og finanskrise? Retrieved 07.02.2013, from <http://videnskab.dk/sporg-videnskab/hvad-er-forskellen-pa-okonomisk-krise-og-finanskrise>

- HomeFinance.nl. (2013). Euro LIBOR interest rates. Retrieved 27.05.2013, from <http://www.homefinance.nl/english/international-interest-rates/libor/libor-interest-rates-eur.asp>
- Hubbard, R. Glenn, & O'Brien, Anthony Patrick. (2012). *Money, banking, and the financial system*. Boston: Pearson.
- Hyun, Jung-Soon, & Rhee, Byung-Kun. (2011). Bank capital regulation and credit supply. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 323-330.
- Jackson, Patricia, Furfine, Craig, Groeneveld, Hans, Hancock, Diana, Jones, David, Perraudin, William, . . . Yoneyama, Masao. (1999). Working papers (BIS. Basel Committee on Banking Supervision). 1. http://www.bis.org/publ/bcbs_wp1.pdf
- Jacobsen, Dag Ingvar. (2000). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johannessen, Asbjørn, Christoffersen, Line, & Tufte, Per Arne. (2004). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. Oslo: Abstrakt forl.
- Johansen, Erik. (2003). *Hvordan kan fundingen gjøres mer robust og om god likviditetsstyring*. Paper presented at the Årsmøte i Sparebankforeningen - 2003, Røros. http://www.sparebankforeningen.no/asset/181/1/181_1.doc
- Juks, Reimo. (2012a). Asset encumbrance and its relevance for financial stability. *Penning- och valutapolitikk*(3), 65-87.
- Juks, Reimo. (2012b). Asset encumbrance and its relevance for financial stability. *Penning- och valutapolitikk*(3), 73.
- Juks, Reimo. (2012c). Asset encumbrance and its relevance for financial stability. *Penning- och valutapolitikk*(3), 74.
- Kaminsky, Graciela L., & Reinhart, Carmen M. (1996). *The twin crises : the causes of banking and balance-of-payments problems* (Vol. no. 544). Washington, D.C.
- Karlsen, Harald, & Øverli, Frode. (2001). Nye kapitaldekningsregler: Mulige virkninger av "Basel II" for banker, myndigheter og det finansielle systemet. *Penger og Kreditt*, 3, 157-166.
- Kindleberger, Charles P., & Aliber, Robert Z. (2011). *Manias, panics and crashes : a history of financial crises*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- King, Mervyn. (2013). *Speaking note from a press conference following a meeting of the GHOS*. Paper presented at the Bank of International Settlements 6 January 2013, Basel. <http://www.bis.org/speeches/sp130106.htm>
- Konkursloven. (1984). Lov om gjeldsforhandling og konkurs.

- KPMG. (2010). Nye kapital- og likviditetsstandarder for bankene. *Innblick*, 9.
http://www.kpmg.no/arch/_img/9669735.pdf
- KPMG. (2013a). Basel III. Retrieved 07.03.2013, from
<http://www.kpmg.no/default.aspx?aid=9697589>
- KPMG. (2013b). Likviditetsrisiko. 13.03.2013, from
<http://www.kpmg.no/default.aspx?aid=9705224>
- KPMG. (2013c). Solvency II. Retrieved 15.05.2013, from
<http://www.kpmg.no/?did=9579265>
- Landre, Even. (2009, 14.09.2009). Kollapsen som startet panikken, *Nettavisen NA24*.
 Retrieved from <http://www.na24.no/article2706934.ece>
- Larsen, Erling Røed, & Mjølhus, Jon Olav. (2009). *Finanskrise! : lånefest, boligboble - og dagen derpå*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Lie, Aud Ebba. (2011). Finanstilsynets innskuddsundersøkelse under finanskrisen - en kort oppsummering. *Penger og Kreditt*, 2(39), 14-18.
- Lie, Aud Ebba, Solli, Kaia, & Christensen, Susanne. (2012). *Likviditet - LCR (og NSFR)*. Paper presented at the Informasjonsmøte 20. mars Oslo.
[http://www.finanstilsynet.no/Global/Bank og Finans/Banker/Tema/Kapitaldekning/Basel III Monitoring/Likviditet.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Bank%20og%20Finans/Banker/Tema/Kapitaldekning/Basel%20III%20Monitoring/Likviditet.pdf)
- López-Gracia, José, & Sogorb-Mira, Francisco. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economies*, 31(2), 117-136.
- Mishkin, Frederic S. (2013). *The economics of money, banking, and financial markets*. Boston: Pearson.
- Mishkin, Frederic S., & Eakins, Stanley G. (2012). *Financial markets and institutions*. Harlow: Pearson.
- Molland, Jermund, & Erard, Monique. (2012). Hvordan påvirker markedsuren finansieringskostnadene for norske bankkonsern? *Aktuell kommentar*, 7.
http://www.norges-bank.no/pages/88775/Aktuell_kommentar_2012_7.pdf
- Moody's. (2012). Moody's: European covered bond credit quality in 2013 under pressure from sovereign and bank risk but pace of downgrades expected to be slower than 2012. Retrieved 04.03.2013, from http://www.moodys.com/research/Moodys-European-covered-bond-credit-quality-in-2013-under-pressure--PR_261951
- Norges Bank. (2004). *Norske finansmarkeder : pengepolitikk og finansiell stabilitet* (Vol. nr 34). Oslo: Norges bank.
- Norges Bank. (2007). Styringsrenten. Retrieved 05.03.2013, from <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/>

- Norges Bank. (2009). Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett. Retrieved 14.04.2013, from <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/rundskriv/2009/8-ordningen-med-bytte-av-statspapirer-mot-obligasjoner-med-fortrinnsrett/>
- Norges Bank. (2010). Likviditetsrisiko. Retrieved 18.02.2013, from <http://www.norges-bank.no/no/finansiell-stabilitet/overvaking/likviditetsrisiko/>
- Norges Bank. (2012). *Finansiell stabilitet 2:12*. Oslo: Norges Bank Retrieved from http://www.norges-bank.no/pages/91703/FS_212_no.pdf.
- Norges Bank. (2013a). Bytteordningen. Retrieved 17.04.2013, from <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/bytteordningen/>
- Norges Bank. (2013b). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1:13*. Oslo: Norges Bank Retrieved from http://www.norges-bank.no/pages/93632/PPR_1_13.pdf.
- Norges Bank. (2013c). *Regelverket for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)*. Oslo: Norges Bank Retrieved from <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2013/regelverk-omf/>.
- Norges Bank. (2013d). Statskasseveksler. Retrieved 15.04.2013, from <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/statsgjeld/statskasseveksler/>
- NOU 2009: 2. (2009). *Kapital- og organisasjonsforhold i sparebanksektoren mv*. Retrieved from <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/brev-og-uttalelser/2009/brev-09-02-2009/>
- NOU 2011: 1. (2011). *Bedre rustet mot finanskriser* Retrieved from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/9/3/1.html?id=631217>
- NOU 2011: 8. (2011). *Ny finanslovgivning* Retrieved from <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-8/11.html?id=644407>
- NRK. (2012). Historier om økonomisk krise: Boligmarkedet. [TV-program].
- Nørgaard, Per. (2008). *Økonomisk ordbok*. Oslo: Læremiddelforlaget.
- Olli, Castrén, Stéphane, Déés, & Fadi, Zaher. (2010). Stress-testing euro area corporate default probabilities using a global macroeconomic model. *Journal of Financial Stability*, 6, 64-78. doi: 10.1016/j.jfs.2009.10.001
- Pluss Boligkreditt AS. (2013). *Årsrapport 2012*. Kristiansand: Sparebanken Pluss Retrieved from <http://www.sparebankenpluss.no/newsread/readimage.aspx?asset=3308>.
- Sentralbankloven. (2012). Forskrift om bankers adgang til lån og innskudd i Norges Bank mv. . from <http://www.lovdatabank.no/for/sf/fd/td-20090225-0240-0.html>

- Sparebanken Pluss. (2013a). Bankens historie. Retrieved 24.05.2013, from <http://www.sparebankenpluss.no/newsread/ombanken.aspx?nodeid=5658>
- Sparebanken Pluss. (2013b). Årsrapport 2012. Retrieved 13.05.2013, from <http://www.sparebankenpluss.no/newsread/readimage.aspx?asset=3376>
- Sparebanken Vest. (2013a). Datterselskap og tilknyttede selskaper. Retrieved 13.05.2013, from https://http://www.spv.no/om-oss/om-banken/datterselskap_og_tilknyttede_selskaper/
- Sparebanken Vest. (2013b). Historikk. Retrieved 13.05.2013, from <https://http://www.spv.no/om-oss/om-banken/historikk/>
- Sparebanken Vest. (2013c). Sparebanken Vest - Vestlandets leiande finanshus. Retrieved 13.05.2013, from <https://http://www.spv.no/om-oss/om-banken/>
- Sparebanken Vest. (2013d). Sparebanken Vest Boligkreditt. Retrieved 13.05.2013, from <https://http://www.spv.no/om-oss/investor-relations/sparebanken-vest-boligkreditt/>
- Spareskillingsbanken. (2013). Om banken, finansiell informasjon m.m. Retrieved 13.05.2013, from <http://spareskillingsbanken.no/om-oss>
- Statistisk Sentralbyrå. (2012). Nedgang i bankenes markedsfinansiering. Retrieved 15.05.2013, from <http://www.ssb.no/bank-og-finansmarked/statistikker/orbofbm/maaned/2012-12-07>
- Statistisk Sentralbyrå. (2013). Bruttonasjonalprodukt (BNP). Retrieved 24.05.2013, from <http://www.ssb.no/metadata/conceptvariable/vardok/1743/nb>
- Sundberg, Johann D. (2013). USA går til sak mot ratingbyrå. *E24*. Retrieved 24.03.2013, from <http://e24.no/makro-og-politikk/usa-gaar-til-sak-mot-ratingbyraa/20331103>
- Syed, Haseeb. (2010). Det norske markedet for statspapirer og obligasjoner med fortrinnsrett i lys av nye krav til bankenes likviditetsbuffer. *Aktuell kommentar*, 7.
- Syed, Haseeb. (2011). Markeder for norske bankers langsiktige finansiering - betydningen av endringer i markedsforhold og regelverk. *Penger og Kreditt*, 2(39), 28-40.
- Syversten, Børne Dyre H. (2003). Måling av markedsrisiko i norske finansinstitusjoner. *Penger og Kreditt*, 2, 96-100.
- The Covered Bond Report. (2013). Double-A still the limit for covered bonds, confirms Basel Committee. Retrieved 09.05.2013, from <http://news.coveredbondreport.com/2013/01/double-a-still-the-limit-for-covered-bonds-confirms-basel-committee/>
- theguardian. (2013). Cyprus: panic as savings levy is imposed. Retrieved 23.05.2013, from <http://www.guardian.co.uk/world/2013/mar/16/cyprus-savings-levy-imposed-eurozone>

- Verd Boligkreditt AS. (2013a). *Investorpresentasjon*. Paper presented at the Investorpresentasjon februar 2013.
<http://verdboligkreditt.no/data/sites/1/documents/Investorpresentasjon8.pdf>
- Verd Boligkreditt AS. (2013b). Verd - verktøy for finansiering av banker. Retrieved 13.05.2013, from <http://www.verdboligkreditt.no/>
- Wagner, Wolf. (2007). Aggregate liquidity shortages, idiosyncratic liquidity smooting and banking regulation. *Journal of Financial Stability*, 3, 18-32.
- Yin, Robert K. (2013). *Case study research : design and methods*: Sage Publications.

8 VEDLEGG:

8.1 Intervjuguide:

Intervju:

- 1) Navn
- 2) Ansvarsområde
- 3) Hvor lenge har du jobbet med OMF

Obligasjoner med fortrinnsrett:

- 1) Hvor viktig mener dere OMF er som finansieringskilde for banken?
 - a. I forhold til nye Basel regler
 - b. I forhold til reduksjon i løpetidsgap mellom innlån og utlån
 - c. Annet
- 2) Utstedes det boliglån direkte fra kredittforetaket eller fra banken?
- 3) Hvordan vurderer banken hvor mye eiendeler de kan pantsette? Eller overføre til kredittforetaket? Og hvor stor overpantsettelsen skal være i kredittforetaket?

Seniorobligasjoner:

- 1) Har det vært en merkbar endring på kostnad/etterspørsel etter seniorobligasjoner etter at OMF kom på markedet?
 - a. Har dere fått noen tilbakemeldinger fra investorer av seniorobligasjoner angående risiko og økt pantsetting av eiendeler? Har ratingselskapene satt spørsmålstegn ved dette?
 - i. Har dere merket økt bekymring fra investorer etter sommeren 2012 da Finansdepartementet ba om vurdering av regelverket rundt OMF?
 - b. Hva tenker du/dere om at risikoen overflyttes fra sikrede- til usikrede investorer ved økt pantsetting? Vil kostnaden øke?
- 2) Holder dere kontakten med seniorinvestorer/seniormarkedet?
 - a. Hvis ja; Hva gjør dere?
 - b. Hvis nei; Hvordan tenker dere å gå frem dersom dere må hente inn investorer til seniorobligasjoner? Har dere noe anslag på hva dette vil koste?

Begrensning:

- 1) Hva tenker dere om bekymringen rundt økt grad av pantsetting?
Selv om Norske myndigheter har landet mykt er det fortsatt bekymringer rundt det internasjonale regelverket
 - a. Hva tenker dere om at andre land har satt en begrensning på hvor mye av bankens aktiva som kan pantsettes?
- 2) Dersom det hadde blitt satt en begrensning på dagens nivå av pantsetting, ville dette fått noen følger for dere?
- 3) Dersom bankene må redusere andel utstedte OMF, hvordan vil de nye likviditetskravene i Basel-regelverket kunne nås?

Hva tenker dere om en begrensning i høykonjunktur og opphevd begrensning i lavkonjunktur?

Dersom det kommer en ny global finanskriser slik vi opplevde i 2007-2008, og bankene nå fortsetter den økende pantsettingen av eiendeler. Hvordan tror dere strategien vil være da i forhold til å skaffe likviditet?

Hva tenker dere om at økte boligpriser kan ha en sammenheng med økt bruk OMF?

8.2 Figur 13: Andel utstedte OMF av forvaltningskapital.

For å komme frem til hvor mye OMF bankene har utstedt hvert år, har vi hentet tallene fra årsrapportene til boligkredittforetakene. Hvor stor den totale forvaltningskapitalen til bankkonsernene er, har vi funnet i årsrapportene til bankkonsernet som helhet. Har deretter laget grafer som viser hvor stor prosentandel OMF utgjør av total forvaltningskapital.

Videre tok vi grafen som viser gjennomsnittlig andel OMF av total forvaltningskapital fra figur 12. Dette ble tatt på øyemål, da vi ikke hadde spesifikke tall.

8.3 Figur 23: Kostnad for banken ved bruk av OMF og seniorobligasjoner.

I figuren har vi antatt at banken kun benytter OMF og seniorobligasjoner som ekstern finansiering.

Vi har tatt utgangspunkt i at prisen på å utstede en OMF er lik risikopåslaget på 45, og at prisen på å utstede en seniorobligasjon er lik risikopåslaget på 90. Vi får dermed en kostnadsfunksjon for banken som ser slik ut:

$$K = (p^{OMF} * x^{OMF}) + (p^{senior} * x^{senior})$$

$$K = (45 * x^{OMF}) + (90 * x^{senior})$$

Antok videre at den hypotetiske banken hadde en total utstedelse på 100 obligasjoner for å dekke inn det eksterne finansieringsbehovet sitt. Ved en utstedelse av 80 OMF, vil derfor dette tilsvare at 80 prosent av finansieringen er gjort ved OMF, og dermed vil banken ha et behov for å utstede 20 seniorobligasjoner, som tilsvarer 20 prosent.

For å komme frem til et prisforhold mellom seniorobligasjoner og OMF satt vi kostnadsfunksjonen inn i Excel, og beregnet en total pris for mengdene x^{OMF} fra 0 til 100. Ved $x^{OMF} = 0$, vil $x^{SENIOR} = 100$, og ved $x^{OMF} = 100$ vil $x^{SENIOR} = 0$ ($x^{SENIOR} = (100 - x^{OMF})$).

Videre lagde vi en graf som kostnaden for banken ved bruk av OMF og seniorobligasjoner, basert på pris- og mengdeforholdet mellom de to finansieringskildene. Figuren viser da prisen langs y-aksen, og mengde utstedte OMF langs X-aksen.