

Risker och derivat

Riksgäldskontoret (RGK) använder finansiella derivat i låneverksamheten för att sänka kostnader och risk. För att minska kreditriskerna i de individuellt förhandlade derivaten ingår RGK s.k. CSA. CSA är avtal som innebär att parterna löpande överför säkerheter mellan varandra. RGK har skapat en marknadsanpassad variant av CSA för att minska kreditriskerna så mycket som möjligt.

Börshandlade derivat

RGK använder två typer av finansiella derivat. Dels sådana som handlas över en börs, t.ex. futures, dels sådana som handlas OTC ("over-the-counter"). Börshandlade kontrakt är helt standardiserade. Det sker en daglig central avräkning av vinster och förluster och om det uppkommer en exponering på en part måste denne samma dag ställa motsvarande säkerhet. Detta system förhindrar att det uppkommer någon större kreditexponering i systemet.

OTC-handlade derivat

Den andra typen av instrument som används är OTC-handlade t.ex. swappar, terminer och optioner. Dessa typer av derivat handlas i huvudsak med banker och andra finansiella institutioner som motparter. Kontraktens innehåll kan skraddarsys utifrån parternas behov av skydd eller exponering för marknadsrisk. De baseras typiskt sett på någon form av "master agreement" vilka är individuellt förhandlade mellan parterna för att tillgodose dessas specifika önskemål. Dessa bilaterala transaktioner medför, i motsats till de börshandlade, kreditexponering på de motparter som RGK gör transaktioner med.

Exponering i OTC-transaktioner

Exponeringen mäts genom en beräkning av kontraktets marknadsvärde. Marknadsvärdet på en swap eller ett terminskontrakt utgörs av nettot av marknadsvärdet på kontraktets fordran- och skuldsida.

Exempel på exponering

	Fordran	Skuld	Marknadsvärde
Nominellt värde	1 000 000	1 000 000	–
Marknadsvärde	1 250 000	900 000	350 000

Positiv exponering = RGK har en fordran på motparten d.v.s. marknadsvärdet är positivt för RGK

Negativ exponering = RGK har en skuld till motparten d.v.s. marknadsvärdet är negativt för RGK

Om exponeringen mäts brutto är den aktuella exponeringen summan av samtliga transaktioner där RGK har en fordran på en motpart.

Om exponeringen mäts netto är den aktuella exponeringen summan av samtliga transaktioner där RGK har en fordran på en motpart reducerat med de transaktioner där motparten har en fordran på RGK.

ISDA-avtal och andra metoder

Nettingbestämmelser i ISDA-avtal

Den grundläggande och allmänt använda tekniken för att minska kreditrisken är att ingå avtal med de parter man gör affärer med. Det finns ett antal sådana utvecklade modeller av standardavtal på marknaden men det vanligast förekommande som också RGK använder är ISDA-avtalet. ISDA (International Swap and Derivatives Association) har utvecklat ett ramavtal för derivattransaktioner som kan tillämpas i flertalet utvecklade jurisdiktioner. Avtalet har bl.a. etablerat en metodik som innebär att transaktioner ingångna mellan parter ska nettas mot varandra i eller inför en konkurs eller vid vissa andra typer av konkursliknande händelser.

I avsaknad av en sådan reglering riskerar den solide parten att först behöva betala värdet av de transaktioner som är till motpartens fördel och endast därefter hoppas få ersättning för de andra transaktionerna, s.k. cherry-picking. Flera jurisdiktioner, däribland Sverige, har anpassat sin lagstiftning så att ISDA-avtalets nettingbestämmelser upprätthålls i en konkurs.

Interna limiter

RGK har ingått ISDA-avtal med nettingbestämmelser med sina derivatmotparter. Därutöver har avtalet kompletterats med en uppsättning interna limiter avseende exponering, riskbelopp och löptider i huvudsak baserade på motparternas rating av etablerade ratinginstitut. Risken beräknad som exponeringen multiplicerad med förlustrisken har också reglerats. Limiterna har etablerats för att utgöra ett skydd och en garanti för att RGK:s motparter vid var tid ska ha en god kreditvärdighet.

Dessa interna limiter har emellertid utgjort ett visst hinder för RGK att ingå transaktioner som skulle vara önskvärda för att minska kostnaderna för skuldförvaltningen och därmed för statsskulden. Exempelvis skulle en ny transaktion enligt ▶

- ▶ dessa regler ha en löptid på högst ett år om en motpart har en rating under AA-. Vidare skulle såväl löptids- som risklimiter överskridas om en part skulle få sänkt kreditbetyg vilket innebär att ett affärsförhållande kan behöva förändras eller avvecklas. Med överföring av säkerheter enligt CSA kan dessa interna regler frångås.

Något om RGK:s utformning av CSA

Credit Support Annex (CSA) är ett underavtal till ISDA avtalet som etablerar ett system för överföring av säkerheter mellan parterna för att eliminera den exponering som uppstår genom derivattransaktionerna. Den säkerhet som utväxlas är avsedd att användas i en konkurssituation eller då ISDA-avtalet av annat skäl avslutas och transaktionerna mellan parterna ska nettas och betalas ut. CSA har blivit en etablerad teknik för att reducera kreditrisker i derivattransaktioner, säkerligen också en effekt av att det system som utformats i avtalet kan tillämpas i flera jurisdiktioner i händelse av konkurs. Tekniken används såväl banker emellan som mellan banker och sofistikerade slutanvändare av derivatkontrakt. Bland den senare typen av aktörer finns t ex andra nordiska statliga aktörer såsom den Danska Nationalbanken och NIB.

CSA med alla motparter

Enligt ett beslut fattat av RGK:s styrelse i december 2001 ska RGK ingå CSA med visst innehåll med samtliga ISDA-motparter. Beslutet är fattat så att RGK ska kunna effektivisera hanteringen av kreditriskerna och möjliggöra en effektivare skuldförvaltning med längre löptider där flera av de tidigare begränsningarna tas bort. RGK har därför sedan hösten 2002 ingått nya CSA med flera viktiga motparter. Samtliga RGK:s viktiga ISDA-motparter kommer också att erhålla RGK:s nya form av CSA. Nedan följer några viktiga egenskaper hos RGK:s nya CSA.

Ömsesidighet

Bestämmelserna om överföring av säkerhet i RGK:s CSA är ömsesidiga och omfattar därmed även RGK. Denna ömsesidighet förutsätts resultera i en mer gynnsam behandling av RGK hos motparterna avseende priser och limiter än om bestämmelsen införts ensidigt för motparten.

RGK valt säkerhet i form av kontanter

Säkerhet under CSA kan ställas i form av kontanter eller värdepapper. RGK har valt en ordning där såväl RGK som motparten ställer säkerhet enbart i kontanter eftersom förvaltningen och säkerställandet av en värdepappersportfölj ökar administrationen och risken i jämförelse med den enklare hanteringen av enbart kontanter. RGK har också valt ett system med säkerhetsöverlåtelse och inte den alternativa möjligheten med pantsättning då säkerhetsöverlåtelse för

RGK:s del är mer effektivt och synes fungera väl med de jurisdiktioner där RGK:s motparter befinner sig.

System med värderingsagent

Enligt CSA ska parterna utse en värderingsagent (Valuation Agent) som vid vissa angivna tidpunkter värderar den exponering som föreligger i de transaktioner parterna ingått för att parterna ska kunna bedöma om säkerheten behöver justeras. Ena eller båda parterna kan vara värderingsagenter. I de CSA som RGK numera ingår är båda parter värderingsagenter. Det innebär att RGK inte är styrt av motpartens beräkningar utan självständigt värderar transaktionerna och beslutar om det finns behov av ytterligare säkerhet.

Ett system där båda parterna är värderingsagenter är säkrare och mindre administrativt betungande eftersom båda parterna gör sina värderingar och inte behöver ha kontakt vid andra tillfällen än de som avtalats (i RGK:s avtal var fjortonde dag) och annars vid behov. Om parterna inte är överens om storleken på exponeringen, ska den summa man är överens om föras över och parterna ska göra en ny värdering med hjälp av "Reference Market Makers" vilket utgör ett medelvärde av de värderingar som gjorts av fyra stora banker. Att vara oense i värderingen av exponeringen är inte en uppsägningsgrundande händelse.

System med tröskelvärden

De CSA-avtal som RGK ingår innehåller bestämmelser om ömsesidiga tröskelvärden enligt nedanstående tabell.

	SEK miljoner	USD/EUR miljoner
AAA	500	50
AA+	250	25
AA	200	20
AA-	125	13
A+	100	10
A	80	8
A-	50	5

Ett system med tröskelvärden innebär att RGK uppnår kontroll över kreditexponeringen gentemot varje enskild motpart och därmed över hela exponeringen. Storleken på tröskelvärdet är knutet till kreditbetyget. Ett sänkt kreditbetyg kommer automatiskt att resultera i ett sänkt tröskelvärde enligt tabellen. De skilda tröskelvärdena för de olika ratingkategorierna är en avspeglning av skillnad i s.k. defaultrisk, d.v.s. konkurssannolikhet vid olika ratingnivåer baserat på statistik från ratinginstituten. De nivåer som framgår av tabellen innebär att den förväntade förlusten ligger på ungefär samma nivå för de olika ratingkategorierna. Tröskelvärdet är denominerat i det belopp som bestäms av avtalet.

RGK kräver att samtliga motparter är betygssatta av

minst två av de tre stora kreditvärderingsinstituten; Standard & Poor's, Moody's och Fitch. Tröskelvärdet ska följa det lägsta av de kreditbetyg som åsatts. Är motparten värderat av alla tre instituten ska det mellersta av de givna betygen gälla.

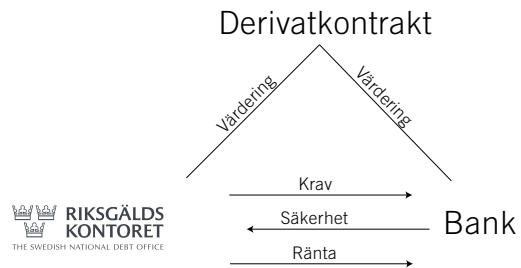
Minsta överförbara belopp

Utöver tröskelbeloppet har CSA en bestämmelse om ett minsta överförbara belopp ("Minimum Transfer Amount") motsvarande 10 miljoner SEK eller 1 miljon USD/EUR beroende på vad som avtalats mellan parterna.

Med den beskrivna utformningen på CSA har RGK en god möjlighet att kontrollera den exponering som uppstår i OTC-transaktionerna.

Alldeles oavsett om säkerheter kan ställas och administreras har RGK emellertid inte någon avsikt att ingå derivattransaktioner med motparter som har en svag finansiell ställning. En konkurs eller en konkursliknande händelse kommer ofelbart att innebära en stor administrativ påfrestning och kan förutsättas medföra ökade kostnader. RGK ingår därför endast affärer med motparter vars kreditbetyg uppgår till lägst A-. I konsekvens med detta ska RGK:s ISDA-avtal också innehålla en möjlighet för RGK att avsluta ingångna transaktioner om kreditbetyget hos en motpart skulle sjunka under acceptabel nivå.

Exempel på värdering



1. Daglig värdering av utestående derivatkontrakt (swappar, terminer och optioner) i vardera partens affärssystem.
2. Om värderingen visar på ett högre exponeringsbelopp för RGK än värdet av de säkerheter som ställts av motparten minus tröskelvärdet så ställer RGK krav på ytterligare säkerhet. Motparten ställer på motsvarande sätt krav på ytterligare säkerheter om värderingen skulle visa att denne har en exponering på RGK som är högre än vad RGK har ställt i säkerhet till motparten minus tröskelvärde.
3. Säkerheter förs till det konto som anvisats av respektive part. Säkerheten överläts till respektive part som kan disponera över dessa medel.
4. Den part som mottagit säkerhet erlägger ränta på säkerhetsmassan till den andra parten.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan konstateras att CSA är en mycket effektiv teknik för att reducera kreditriskerna för OTC-handlade derivatinstrument och att användandet av denna teknik på ett betydelsefullt sätt har bidragit till att minska RGK:s exponering för kreditrisker. RGK kommer i fortsättningen bara att ingå OTC-handlade derivat med motparter med vilka RGK har CSA.

Det finns emellertid även vissa nackdelar med CSA.

Tekniken binder stora mängder kapital som säkerheter och den administrativa hanteringen är omfattande. RGK följer därför de insatser som görs för att få till stånd central clearing av OTC-kontrakt med stort intresse. Dessa lösningar innebär att en börs eller motsvarande inträder som central motpart gentemot vilken alla parter hanterar sina säkerheter. Detta minskar behovet av säkerheter och effektiviserar den administrativa hanteringen. Samtidigt ställs dock krav på standardisering av kontrakten. Flexibiliteten i marknadsriskhanteringen minskar därmed något.

Anne Gynnerstedt, chefsjurist
Per-Olof Jönsson, chef för Riskkontroll