



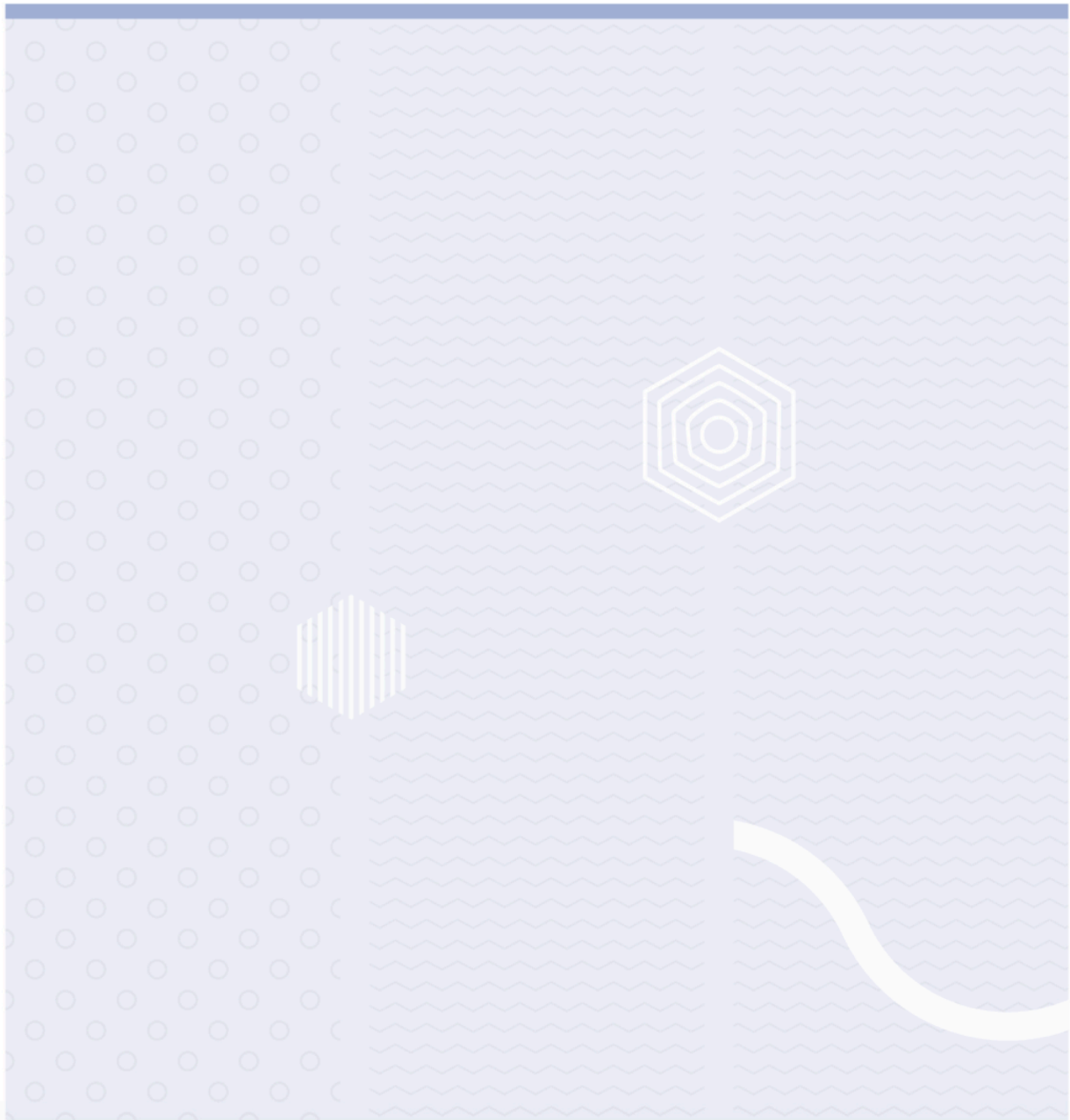
Universitetet i Sørøst-Norge  
USN Handelshøyskolen  
Institutt for økonomi, markedsføring og jus – Campus Ringerike

Masteroppgave  
15/05/2022  
AVH5000-1

Marius André Kristiansen

# Verdsetting av forfalte låneporteføljer

En kvalitativ studie av verdsettelsespraksis blant norske kjøpere av usikrede NPL porteføljer



## Forord

Denne teksten utgjør den avsluttende delen av mitt masterstudium ved Universitetet i Sørøst-Norge (USN) med en spesialisering innen bedriftsøkonomisk analyse.

Gjennom min studietid ved USN har jeg opparbeidet meg en særskilt interesse for verdsetting. I studietiden har arbeidserfaring innen inkassobransjen vekket en interesse for forbrukslånsbransjen, samt kjøp og salg av misligholdte låneporteføljer. Kombinert har dette resultert i en nysgjerrighet for hvordan slike porteføljer, med kjennetegn av stor grad av usikkerhet knyttet til kontantstrømmene, verdsettes i forkant av kjøp.

Arbeidet med avhandlingen har vært enormt lærerikt og bidratt til en dypere forståelse av det norske forbrukslånsmarkedet og verdsetting av finansielle eiendeler.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, Kjell Magne Baksaas, som har delt sin kunnskap og kompetanse underveis.

Ønsker avslutningsvis å takke alle respondentene som har stilt opp til intervju, samt familie og venner som har bidratt med støtte og korrekturlesing underveis.

## Sammendrag

Denne avhandlingen tar for seg verdsettelsen av usikrede forfalte låneporteføljer. Det undersøkes hvilke metoder som benyttes for å verdsette porteføljene, hvilke faktorer som inngår i verdsettingen, samt hvilken betydning informasjon og tilgjengelig data har å si for verdsettingen.

For å innhente empiri til undersøkelsen har jeg utført kvalitative intervjuer med fire informanter i sentral stilling for verdsettelsen av usikrede forfalte låneporteføljer. Informantene ble valgt med bakgrunn i sin ekspertise på området. Samtlige er store kjøpere av usikrede forfalte låneporteføljer i det norske markedet.

Av resultatene i studiet fremkommer det at vanlig praksis er å lage en prognose for fremtidig inntjening basert på en diskontert kontantstrøm analyse. En slik prognose blir utarbeidet ved å se på hva porteføljen har generert av kontantstrøm frem til verdsettelse, samt hva tilsvarende porteføljer har generert av kontantstrøm. Kjøperne hensyntar flere faktorer i sine verdsettelse. Lånets størrelse og tilbakebetalingstid, opprinnelse, og alder etter mislighold, er blant faktorene som inngår i verdsettelsen. Reguleringer som nedskrivingsregelverket og kapitaldekningsregelverket er også av betydning.

Videre ble det i undersøkelsen avdekket at tilstrekkelig informasjon er nødvendig for å kunne foreta gode verdsettelse. Resultatene synliggjorde en informasjonsasymmetri mellom kjøperne, så vel som mellom kjøper og selger.

## Innholdsfortegnelse

<b>FORORD</b> .....	<b>2</b>
<b>SAMMENDRAG</b> .....	<b>3</b>
<b>1. INTRODUKSJON</b> .....	<b>7</b>
1.1 PROBLEMSTILLING.....	8
1.2 AVGRENSNINGER OG STRUKTUR.....	8
1.3 FORKORTELSER/BEGREPSOVERSIKT .....	10
<b>2. DET NORSKE FORBRUKSGJELDSMARKEDET</b> .....	<b>11</b>
2.1 MARKEDET FOR KJØP AV FORFALTE LÅN.....	12
<b>3. TEORI OG REGULERING</b> .....	<b>15</b>
3.1 VERDSETTING .....	15
3.2 DISKONTERT KONTANTSTRØM OG NÅVERDI.....	15
3.2.1 Netto nåverdi metoden (NPV).....	16
3.2.2 Diskonteringsrente .....	17
3.2.3 Internrente-metoden (IRR).....	18
3.2.4 Usikkerhet .....	18
3.3 RELATIV VERDSETTING/BENCHMARKING.....	19
3.4 OPSJONSPRISING/REALOPSJONER .....	20
3.5 VERDIEN AV MISLIGHOLDT LÅN .....	20
3.6 IFRS 9 .....	21
3.7 KAPITALDEKNINGSKRAV .....	23
3.8 EFFEKT AV IFRS 9 PÅ BANKENES KAPITALKRAV.....	24
3.9 GJELDSREGISTERET OG FORSKRIFT OM FINANSFORETAKS UTLÅNSPRAKSIS .....	25
3.10 PERSONVERNFORORDNINGEN (GDPR).....	26
<b>4. FORSKNING PÅ VERDSETTING AV MISLIGHOLDTE LÅN</b> .....	<b>27</b>
4.1 FORSKJELLEN MELLOM BOKFØRT VERDI OG INVESTORERS VERDSETTING.....	27
4.2 VINTAGE (ALDER ETTER MISLIGHOLD) OG TILBAKEBETALINGSTID .....	28
4.3 EN RISIKO-NØYTRAL PRISING AV FORFALTE LÅN?.....	29
4.4 LÅNETS STØRRELSE .....	30
4.5 ØKONOMISKE FAKTORER AV BETYDNING FOR MISLIGHOLDT GJELD.....	30
4.6 INFORMASJONSASSYMETRI.....	31
<b>5. METODE</b> .....	<b>33</b>
5.1 FORSKNINGDESIGN .....	33
5.2 KVALITATIV METODE .....	34
5.3 UTVALG.....	34
5.4 DATAINNSAMLING.....	36

5.5	DATAANALYSE .....	37
5.6	INFORMANTENES PROFIL .....	38
5.7	ETISKE VURDERINGER .....	39
5.8	FORSKNINGENS KVALITET .....	39
<b>6.</b>	<b>RESULTAT OG DRØFTING.....</b>	<b>41</b>
6.1	VERDSETTELSESMETODER BENYTTET .....	43
6.1.1	<i>Diskontert kontantstrøm analyse</i> .....	43
6.1.2	<i>Internrentemetoden (IRR)</i> .....	44
6.1.3	<i>Usikkerhet</i> .....	45
6.1.4	<i>Relativ verdsetting/ Benchmark</i> .....	46
6.2	VIKTIGE FAKTORER FOR VERDSETTINGEN .....	47
6.2.1	<i>Lånets størrelse og tilbakebetalingstid</i> .....	47
6.2.2	<i>Lånets opprinnelse</i> .....	48
6.2.3	<i>Vintage (alder etter mislighold)</i> .....	50
6.2.4	<i>Nedskrivings- og kapitaldekningsregelverket</i> .....	51
6.3	INFORMASJONSASSYMETRI .....	52
6.3.1	<i>Personvernforordningen (GDPR)</i> .....	53
<b>7.</b>	<b>OPPSUMMERING OG VIDERE FORSKNING .....</b>	<b>55</b>
7.1	OPPSUMMERING.....	55
7.2	VIDERE FORSKNING .....	57
	<b>LITTERATURLISTE.....</b>	<b>59</b>
	<b>VEDLEGG.....</b>	<b>64</b>
	VEDLEGG 1 .....	64

## Figurliste

FIGUR 1: TOLVMÅNEDERSVEKST I DET NORSKE FORBRUKSLÅNSMARKEDET OG HUSHOLDNINGENS INNENLANDSGJELD (K2) (FINANSTILSYNET, 2022) .....	11
FIGUR 2: MISLIGHOLD OVER 90 DAGER I PROSENT AV FORBRUKSLÅN TOTALT (FINANSTILSYNET, 2022) .....	12
FIGUR 3: SOLGTE PORTEFØLJER AV MISLIGHOLDTE FORBRUKSLÅN SISTE 12 MÅNEDER. (UTVIKLINGEN I FORBRUKSGJELD 2020, FINANSTILSYNET).....	12
FIGUR 4: INKASSOFORETAK SOM DRIVER MED PORTEFØLJEKJØP AV FORFALTE LÅN .....	13
FIGUR 5: NEDSKRIVINGER UNDER IFRS 9 (NORGES BANK, INNFØRING AV IFRS 9, 2017) .....	22
FIGUR 6: KAPITALDEKNINGSREGLERENS TRE NIVÅER (A, RISTAD & K, LØBERG, 2018) .....	23
FIGUR 7: IFRS 9 TAPSAVSETNING EK-EFFEKT % .....	24
FIGUR 8: EFFEKTEN AV RECOVERY-TIME (CIAVOLIELLO ET.AL, WHAT'S THE VALUE OF NPLS, 2016, S. 8).....	28
FIGUR 9: DE ULIKE STEGENE I DEN TEMATISKE ANALYSEN (KING & HORROCKS, 2010, P. 153).....	37
FIGUR 10: INFORMANTENES PROFIL .....	39
FIGUR 11: NPL INVESTERINGSPROSESS - NØKKELTRINN .....	42

## 1. Introduksjon

Et kredittmarked hvor privatpersoner og finansforetak sikkert og effektivt kan ta opp og utstede kreditt er en forutsetning for at næringslivet og samfunnet skal fungere optimalt (Intrum, 2019). I Norge har vi sett en stigende trend i forbrukslångjeld siden finanskrisen i 2008 frem til 2020, hvor vi fikk en nedgang grunnet covid-krisen (Finanstilsynet, 2021b). Med den oppadgående trenden de siste årene har vi også sett fremveksten av et betydelig antall aktører som utelukkende tilbyr forbrukslån, såkalte forbrukslånbanker, grunnet svært lønnsomme vilkår i bransjen.

Det er imidlertid en substansiell andel av låneporteføljen som ikke bidrar til den økonomiske veksten i slike selskaper. Andelen misligholdte forbrukslån utgjorde ved utgangen av 2020 14% av den totale låneporteføljen til norske banker, med en andel på 20,5 % hos banker som utelukkende tilbyr forbrukslån (Finanstilsynet, 2021b). Å forsøke å snu disse lånene fra misligholdte til å igjen prestere vil kreve en betydelig arbeidsinnsats fra bankene. Innsatsen vil flytte noe av fokuset bort fra det som er bankenes kjernevirksomhet. En løsning på dette problemet er å selge lånene til et inkassoselskap som spesialiserer seg på inndrivning av forfalte lån. Bankene får på denne måten frigjort kapital og rensset opp balansen, samtidig som risikoen for det forfalte lånet overtas av den kjøpende part mot at bankene realiserer noe tap. Et annet insentiv hos banker for å skulle selge misligholdte lån, er økt kapitalkrav til norske banker.

For inkassoselskapene er kjøp av misligholdte lån en lønnsom virksomhet.

Kjernevirksomheten til slike selskaper er å inndrive forfalte lån. Dette er nøkkelprosessen i de kjøpte låneporteføljene. Disse kjøper de til en betydelig rabatt, med en intensjon om å inndrive så mye som mulig av utestående beløp. Som følge av avtalte høye løpende renter for låntaker vil nominell verdi på lånene fortsette å øke ut over nominell verdi selv etter kjøp.

Som med kjøp av alle eiendeler er lønnsomheten avhengig av prisen som betales sammenlignet med kontantstrømmene de generer. Her spiller riktig verdsetting en viktig rolle. Dette er spesielt gjeldende for usikrede låneporteføljer, hvor det er høy grad av usikkerhet om fremtidig kontantstrøm sammenlignet med lån med sikkerhet i bolig eller annet løsøre. Fremtidig inntjening baserer seg på skyldnerens tilbakebetaling. Ettersom fraværet av tilbakebetaling er det som forårsaket mislighold, kan man begynne å forstå hvorfor prognoser

om fremtidig kontantstrøm kan være utfordrende.

Det er generelt lite teoretisk og empirisk forskning på inkassobransjen (Kriebel & Yam, 2020) (Beck, Grunert, Neus, & Walter, 2017, p. 262). Særlig lite er det skrevet om verdsettingsprosessen av usikrede forfalte låneporteføljer fra kjøpers perspektiv. Mye av dette kan nok skyldes bransjehemmeligheter og hensyn til konkurransefortrinn. Formålet med denne avhandlingen er å undersøke hvordan usikrede forfalte låneporteføljer verdsettes i praksis, med fokus på hvilke faktorer som er avgjørende for verdsettelsesprosessen, og i den forstand bidra til det som kan kalles et hull i teorien omkring forfalte lån.

## 1.1 Problemstilling

I denne avhandlingen vil jeg gjennomføre en utforskende analyse av hvilke metoder de ulike aktørene i bransjen benytter for å verdsette usikrede forfalte låneporteføljer i forkant av kjøp. Jeg vil kartlegge hvilke faktorer som inngår i en slik verdsetting, og hvordan de ulike faktorene blir vurdert underveis. Problemstillingen for avhandlingen lyder som følger:

*Hvordan verdsettes usikrede forfalte låneporteføljer i forkant av kjøp?*

For å besvare denne problemstillingen tar jeg i bruk følgende tre forskningsspørsmål:

1. *Hvilke metoder benyttes for å verdsette usikrede forfalte låneporteføljer?*
2. *Hvilke faktorer inngår i verdsettingen?*
3. *Hvilken rolle spiller informasjonsassymetri for verdsettingen?*

## 1.2 Avgrensninger og struktur

Som nevnt innledningsvis vil denne avhandlingen fokusere på usikrede forbrukslån til privatkunder. Videre avgrenses avhandlingen til å ta for seg det norske markedet. En slik avgrensning gjøres da ulike juridiske og regulatoriske forskjeller kan forekomme i ulike land, så vel som tidsmessige begrensninger. Eksempelvis er det krav om at norske foretak har konsesjon som finansieringsforetak for å foreta kjøp av porteføljer. Foretakene kommer derfor inn under samme kapitaldekningsregelverket som bankene som selger porteføljene.



Avhandlingen er strukturert på følgende vis. I kapittel 1 introduseres avhandlingens tema og problemstilling med påfølgende forskningsspørsmål. Her gis det også en oversikt over relevante forkortelser og begreper benyttet i teksten. I kapittel 2 tar jeg for meg det norske forbruksgjeldsmarkedet for å skape en forståelse av bransjen. I kapittel 3 presenteres relevant teori og reguleringer, som innebærer teori omkring verdsettelse, samt reguleringer som er av betydning for forbrukslånsbransjen og klassifisering av misligholdte lån. I Kapittel 4 tar jeg for meg tidligere forskning på området, og i kapittel 5 redegjør jeg for de metodologiske valgene som er tatt. Videre, i kapittel 6 presenterer jeg resultatene fra intervjuene. Resultatene vil bli drøftet opp mot tidligere forskning og relevant teori og regulering. Avslutningsvis vil jeg i kapittel 7 oppsummere funnene og legge frem mine forslag for videre forskning.

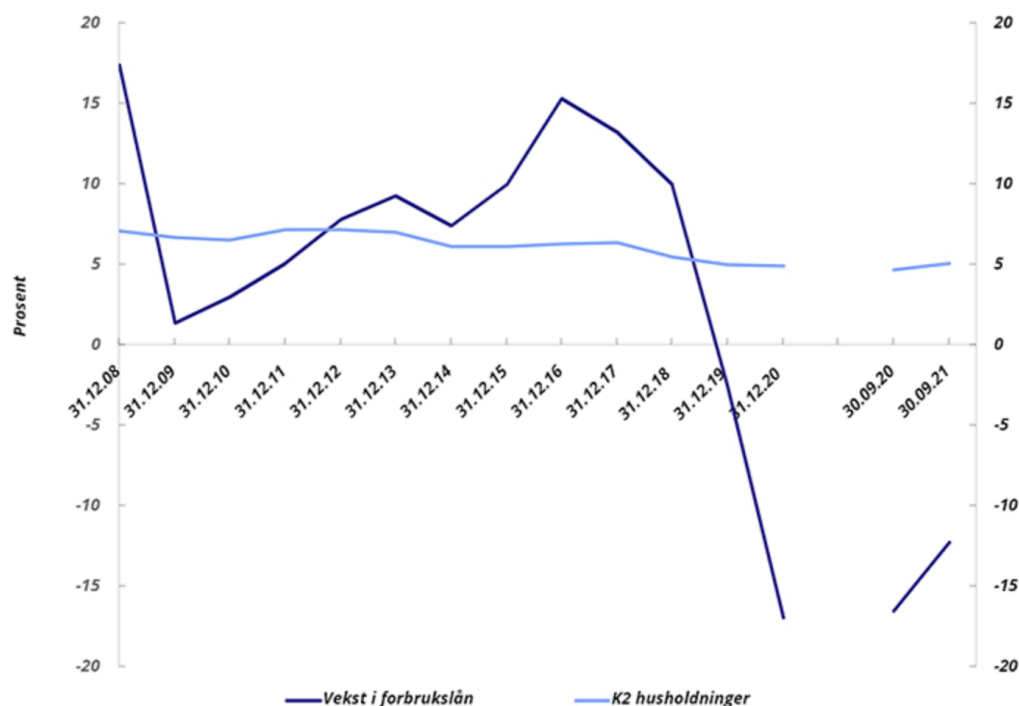
### 1.3 Forkortelser/Begrepsoversikt

I teksten blir følgende begrep/forkortelser benyttet:

- NPL = Non-performing loan (forfalt/misligholdt lån)
- LGD = Loss Given Default (Tap gitt mislighold)
- PD = Probability of Default (Sannsynlighet for mislighold)
- EAD = Exposure at Default (eksponering på misligholdstidspunkt)
- NPV = Net present value (Netto nåverdi)
- DCF = Discounted cashflow (Diskontert kontantstrøm)
- IRR = Internal rate of return (Internrente)
- GBV = Gross Book Value (Brutto bokført verdi)
- NBV = Net Book Value (Netto bokført verdi)
- Tredjepartsinnkreving = Inkassoforetak innkrever gjeld på vegne av kreditor.
- Vintage = Hvor lenge lånet har vært misligholdt
- Forward-flow = En avtale om å kjøpe misligholdte lån på løpende basis, når det oppstår
- One-off = Et definert sett med krav som kjøpes i en enkelt transaksjon

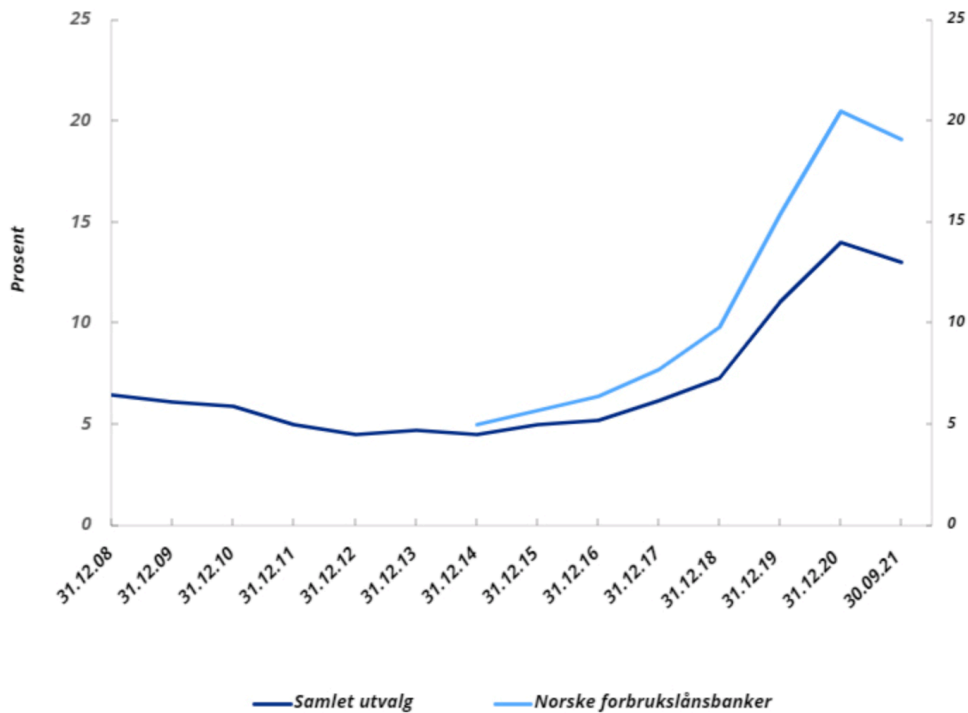
## 2. Det norske forbruksgjeldsmarkedet

Finanstilsynet publiserte 2. november 2020 sin rapport (Finanstilsynet, 2020c) vedrørende forbruksgjeldsmarkedet i Norge. Det er verdt å notere seg at statistikk fra året 2020 vil være påvirket av covid-krisen som inntraff i starten av året. Noe av det man har merket seg er et kraftig fall i utlån av forbrukslån så vel som et økt volum av mislighold i forbrukslånsbankene, til tross for salg av misligholdte låneporteføljer. Ved utgangen av første halvår 2021 var andelen misligholdte lån 22,7 % av bankenes låneporteføljer.

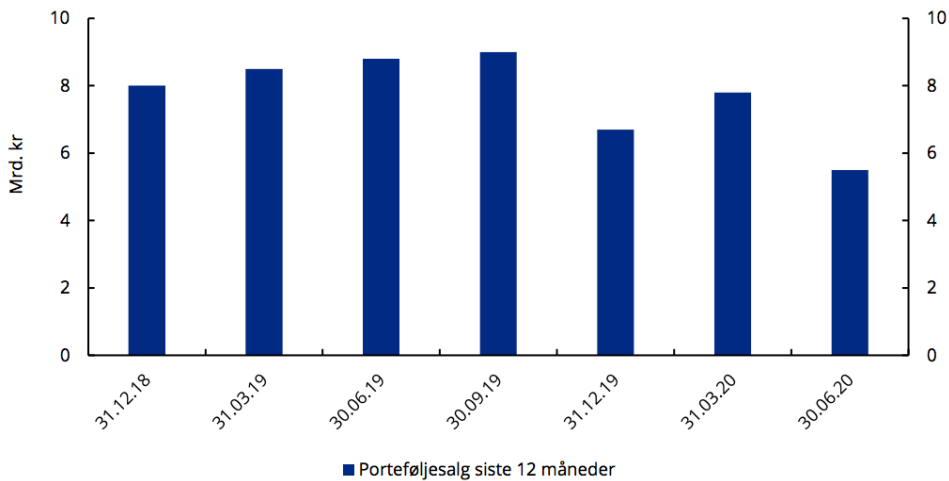


Figur 1: Tolv månedersvekst i det norske forbrukslånsmarkedet og husholdningens innenlandsgjeld (K2) (Finanstilsynet, 2022)

Når det gjelder salg av låneporteføljer ser man en nedgang i prisene fra slutten av 2019. En av årsakene som trekkes frem er innføringen av gjeldsregisteret, som reduserer muligheten for refinansiering blant skyldnere med flere store forbrukslån. Før innføringen av gjeldsregisteret var det enklere for skyldnere å innfri utestående inkassogjeld ved å ta opp nye lån. Som man ser av tabellen nedenfor har man også sett en nedgang i antall solgte porteføljer av misligholdte forbrukslån. Videre pekes det på den økende arbeidsledigheten og de økonomiske konsekvensene som følge av koronapandemien hvor bortfall av inntekt kan føre til enda høyere grad av misligholdt i fremtiden.



Figur 2: Mislighold over 90 dager i prosent av forbrukslån totalt (Finanstilsynet, 2022)



Figur 3: Solgte porteføljer av misligholdte forbrukslån siste 12 måneder. (Utviklingen i forbruksgjeld 2020, Finanstilsynet)

## 2.1 Markedet for kjøp av forfalte lån

Finanstilsynet oppgir at det i første halvår av 2021 var 22 inkassoforetak som hadde forbruksgjeld til inndrivelse (Finanstilsynet, 2021c). Ved å undersøke årsrapporten til de ulike selskapene, samt ta kontakt med de firmaene hvor informasjonen var uklar, ble det avdekket

at 8 av de 22 foretakene foretar porteføljekjøp av forfalte lån. De resterende 14 foretakene driver altså kun med tredjepartsinnfordring, og gjennomfører ikke kjøp av porteføljer.

<b>Foretak som kjøper usikrede NPL-porteføljer</b>
Alektum AS
Zolva
Axactor
PRA Group
Modhi
Kredinor
Intrum
Lowell

*Figur 4: Inkassoforetak som driver med porteføljekjøp av forfalte lån*

Det finnes lite offentlig tilgjengelig informasjon som beskriver det norske markedet for kjøp av forfalte lån i Norge. Søk i diverse finansmedier, årsrapporter og samtaler med aktører i bransjen gir likevel en indikasjon på at det er to ulike måter kjøp av porteføljer med forfalte lån foregår.

- Forward flow-avtaler
- Sporadisk salg/kjøp av porteføljer (One-off)

Ved en forward flow-avtale inngår et inkassoselskap en avtale med en forbrukslånsbank om løpende overdragelse av porteføljer med forfalte lån for en gitt periode. Avtaleperioden har ofte mulighet for forlengelse (ArntzenDeBesche, 2019). Dersom forward flow-avtaler ikke blir benyttet er det også vanlig å avlaste låneporteføljen ved sporadisk salg av porteføljer ved behov, noe man ser har vært vanlig praksis hos eksempelvis Bank Norwegian (Nilssen, 2021). Man ser altså at porteføljene selges på ulikt vis. En one-off er et definert sett med krav som kjøpes i en enkelt transaksjon, mens en forward-flow avtale innebærer at det kjøpes misligholdte lån på løpende basis i det de oppstår.

Foretakene som spesialiserer seg på kjøp av forfalte låneporteføljer har ofte en lang horisont på inndrivingsprosessen, og forsøker å innkreve så mye som mulig av utestående beløp. Vanlig praksis er å anskaffe porteføljene til en pris som er signifikant under nominell verdi, hvorpå nominell verdi på fordringene fortsetter å øke etter mislighold grunnet løpende rentekostnader.

### 3. Teori og regulering

I dette kapitlet vil jeg presentere relevant teori omkring temaet verdsetting. Det vises til det som omtales som de mest sentrale verkene innen finansiell verdsetting, så vel som å definere sentrale begreper. Mye av litteraturen omkring grunnleggende verdsettelsesteori er hentet fra Damodaran. Videre vil jeg ta en titt på reguleringer som anses som betydningsfulle, herunder regnskapsregelverket IFRS 9, kapitaldekningsregelverket og gjeldsregisteret.

#### 3.1 Verdsetting

En forutsetning for en god investering er at en investor ikke betaler mer for en eiendel enn den er verdt (Damodaran, 2006). I denne sammenheng kan det være greit å poengtere forskjellen mellom verdi og pris. Prisen på en eiendel er det en kjøper og selger har forhandlet seg frem til i en transaksjon og ender opp med å betale for eiendelen (Kaldestad & Møller, 2016). Verdien til en eiendel er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer eiendelen kan genere. I det å gjøre gode verdsettelse ligger altså evnen til å gjøre gode forutsigelser om fremtidige kontantstrømmer.

Enhver eiendel, finansiell så vel som virkelig, har en verdi. For å kunne gjennomføre gode investeringer og administrere slike eiendeler er det viktig å ikke bare vite hva verdien er, men også hvor verdien kommer fra. Enhver eiendel kan verdsettes, men kompleksiteten varierer for ulike eiendeler (Damodaran, 2012). Det vises gjerne til tre ulike typer verdsetting;

1. Diskontert kontantstrøm (DCF)
2. Relativ verdsetting
3. Opsjonsprising/Realopsjoner

#### 3.2 Diskontert kontantstrøm og nåverdi

En av de mest anerkjente metodene for å beregne fremtidig kontantstrøm er DCF-metoden. DCF står for diskontert kontantstrøm (discounted cash flow) og baserer seg på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer med en gitt risikojustert diskonteringsrente til dagens verdi. Summen av de fremtidige neddiskonterte kontantstrømmene utgjør nåverdien

av den finansielle eiendelen. Det er skrevet mye litteratur om DCF-metoden. The Theory of Interest (Fisher, 1930) og The Theory of Investment Value (Williams, 1938) er kreditert for å introdusere DCF-metoden i finans slik vi kjenner det i dag. Fischer er selv åpen om at hans verk bygger på andres arbeid, og sier følgende i sin bok om det å bli kreditert for sitt bidrag: «I økonomi er det vanskelig å bidra med noe originalt ... Min egen teori er til en viss grad alles teori» (1930, s. ix). Videre sier Damodaran (2012) følgende om bruken av DCF-metoden:

*... det er grunnlaget som alle andre verdsettelsesmetoder er bygget på. For å gjennomføre relativ verdsetting må vi forstå det grunnleggende ved DCF-verdsetting. For å bruke opsjonsprisinde modeller må vi ofte starte med en DCF-verdsetting. (s. 11)*

Det er følgelig naturlig å anta at en eller annen form for diskontert kontantstrøm analyse blir brukt i verdsetting av forfalte låneporteføljer.

### 3.2.1 Netto nåverdi metoden (NPV)

Det er i hovedsak to ulike metoder som kan benyttes i en diskontert kontantstrøm analyse; netto nåverdi metoden (NPV) og internrente metoden (IRR) (Brealey, Myers, Allen, & Brealey, 2020). Ifølge en undersøkelse gjort av Graham & Harvey oppga så mange som 75 % av respondentene at de benyttet netto nåverdi metoden eller internrente metoden for å verdsette investeringsprosjekter (Graham & Harvey, som sitert i, Brealey et al., 2020).

$$NPV = -CF^0 + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Formelen ovenfor gir et bilde på hvordan man beregner netto nåverdien av en investering, hvor  $CF^0$  = investeringskostnaden i år null og  $CF_n$  er forventet kontantstrøm i et gitt år summert for antall perioder. Som man kan se av formelen diskonteres de forventede kontantstrømmene med en risikojustert rente  $r$ . Denne renten skal ta hensyn til at penger taper seg i verdi grunnet inflasjon, samt en risikopremie for å kompensere for den risikoen/usikkerheten en investor påtar seg ved å gjennomføre investeringen. En investering vil være lønnsom dersom netto nåverdien er positiv.



### 3.2.2 Diskonteringsrente

En investerings forventede kontantstrøm må gi minst like høy avkastning som det investoren alternativt kunne oppnådd andre steder (Bøhren, Michalsen, & Norli, 2017). Av den grunn er man avhengig av å finne riktig avkastningskrav for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. De fleste firma benytter bedriftens gjennomsnittlige kapitalkostnad (WACC) som et utgangspunkt for å diskontere fremtidige kontantstrømmer fra en investering (Brealey et al., 2020). Som man kan se av formelen nedenfor består den av egenkapitalkostanden og gjeldskostnaden, multiplisert med andelen for hver av kapitalformene.

$$WACC = \frac{E}{V} * rE + \frac{D}{V} * rD * (1 - t)$$

Gjeldskostnaden  $rD$  er rentekostnaden bedriften betaler for å låne penger. Gjeldskostnaden multipliseres med andelen gjeld  $D/V$ , samt skattefradrag  $1-t$ . Egenkapitalkostnaden beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM):

$$CAPM = rf + B_E * [E(r_m) - rf]$$

Kapitalverdimodellen består av risikofri rente ( $rf$ ), egenkapitalbeta ( $B_E$ ) og markedets risikopremie  $[E(r_m)-rf]$ . Med risikofri rente menes den renten/avkastningen man ville fått uten å påta seg risiko. Damodaran (2008) nevner følgende kriterier for at en investering skal være risikofri:

- Ingen risiko for mislighold
- Investeringen har en avkastning som tilsvarende forventet avkastning

I en undersøkelse av norske børsnoterte selskaper ser man at det mest vanlige er å benytte statsobligasjoner som et mål på risikofri rente, hvorpå undersøkelser tilsier at 39% av aktørene benytter 10-årig statsobligasjon (PwC, 2021). 26% av respondentene benytter en normalisert risikofri rente, som er en estimert rente basert på historisk snitt, eller vurdering av hva som vil være forventet normalisert rentenivå fremover.

Beta er et mål på hvorvidt risikoen til bedriften anses som høyere eller lavere enn markedet. En beta over 1 tilsier at bedriften har en høyere risiko enn markedet. Motsatt vil en beta lavere enn 1 tilsa at bedriften har en lavere risiko enn markedet forøvrig. Markedets risikopremie er den forventede meravkastningen over risikofri rente som en investor krever som kompensasjon for å påta seg nevnte risiko.

Det er verdt å nevne at bedriftens gjennomsnittlige kapitalkostnad kun er lik investeringens kapitalkostnad dersom investeringen har tilnærmet lik risiko som bedriftens øvrige virksomhet. Dersom investeringen som verdsettes har lavere risiko enn bedriftens øvrige virksomhet, vil det være riktig å benytte et lavere risikopåslag. Motsatt vil man tillegge en høyere risikopremie dersom investeringen antas å være av høyere risiko.

### 3.2.3 Internrente-metoden (IRR)

Som et alternativ til NPV-metoden, hvor prosjekter med positiv netto nåverdi vil være lønnsomme, kan man også vurdere lønnsomheten til investeringer ved å se på internrenten. Internrenten er den diskonteringsrenten eller avkastningskravet som gir en netto nåverdi lik null (Brealey et al., 2020). I stedet for å vise lønnsomheten i monetær form, vil man med internrentemetoden vise avkastningen på investeringen i prosentform. For å avgjøre hvorvidt man skal påta seg en investering, kan man si at man bør gå videre med investeringer dersom de er høyere enn kapitalkostnaden.

$$NPV = 0 = -CF_0 + \frac{CF_1}{(1 + IRR)} + \frac{CF_2}{(1 + IRR)^2} + \frac{CF_3}{(1 + IRR)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1 + IRR)^T}$$

Det vil være interessant å se hvorvidt aktørene benytter NPV eller IRR-metoden i en diskontert kontantstrøm analyse for å verdsette investeringen.

### 3.2.4 Usikkerhet

Kaldestad og Møller (2016) argumenterer for at usikkerhet bør så langt det lar seg gjøre legges inn i kontantstrømmenes forventningsverdi. I de tilfeller det ikke er praktisk mulig kan usikkerhet legges inn i avkastningskravet eller som direkte fratrukk eller tillegg i den estimerte verdien. Ettersom kontantstrømmene fra usikrede forfalte låneporteføljer er preget

av en høy grad av usikkerhet, vil det være interessant å undersøke hvordan aktørene hensyntar slik usikkerhet i sine prognoser.

Usikkerhet forsøkes ofte anslått ved å se på sensitivitet i enkeltparametre eller å se på scenarioer (Kaldestad & Møller, 2016). Ved å utarbeide scenarioanalyser vil man kunne få en bedre forståelse av de ulike usikkerhetsmomentenes betydning for fremtidig verdi av eiendelen som verdsettes. I tillegg til å undersøke hvorvidt usikkerhet hensyntas i avkastningskravet eller kontantstrømmene, vil det være interessant å se om kjøperne analyserer usikkerhet i form av scenarioanalyser.

### 3.3 Relativ verdsetting/Benchmarking

Overordnet kan man si at relativ verdsetting baseres seg på å undersøke hva tilsvarende eiendeler har vært priset til tidligere. Dette gjøres ofte ved at man kommer frem til en verdi ved å sammenligne priser på tilsvarende eiendeler i forhold til variabler som inntjening, kontantstrømmer, bokført verdi eller salg (Damodaran, 2012). Metoden er ofte et supplement til en diskontert kontantstrøm verdsettelse.

Selv om relativ verdsetting ofte blir brukt til å verdsette firma, ser man at bruken er variert. Som Damodaran selv sier i sin bok: «Analytikere og investorer er uendelig oppfinnsomme når det kommer til å bruke relativ verdsetting» (2012, s.20). Problemet med relativ verdsetting av usikrede forfalte låneporteføljer er at det ikke er tilgjengelig markedsdata på tvers av aktørene. Det vil være interessant å undersøke hvorvidt kjøpere av NPL-porteføljer benytter relativ verdsetting i den grad at man sammenligner pris på tidligere porteføljekjøp aktørene selv har gjort, for å komme frem til en verdi av porteføljen som verdsettes.

Benchmarking er en systematisk prosess hvor man sammenligner en enhet med en annen tilsvarende enhet, for å forstå hvordan den presterer. Det er en prosess som har ulike bruksområder. Andersen (1999) skille gjerne de ulike typene benchmarking etter hva man sammenligner, «performance benchmarking», «process benchmarking» og «strategic benchmarking».

Rennie & Cowhey (1990) skriver i sin artikkel om benchmark porteføljer som en form for performance benchmark. Det poengteres at benchmark porteføljer kan benyttes som et

verktøy for mer meningsfull evaluering av en porteføljes prestasjon. Benchmark porteføljer er spesielt utvalgte porteføljer som i størst mulig grad skal gjenspeile den porteføljen som skal evalueres. I tilfellet med forfalte låneporteføljer vil det være interessant å se om det tas i bruk en form for relativ verdsetting hvor man verdsetter en portefølje mot tilsvarende historiske porteføljer og deres inntjening. Med andre ord er det ønskelig å undersøke hvorvidt benchmarking benyttes som en form for relativ verdsetting.

### 3.4 Opsjonsprising/Realopsjoner

Det er gjort mye forskning de siste årene på ulike metoder for å verdsette opsjoner. Disse opsjonsprising modellene kan videreføres til alle eiendeler som har opsjonslignende trekk (Damodaran, 2020). En av de mest brukte metodene er Black and Scholes modellen. Denne modellen bygger på Mertons rammeverk for å vurdere kredittrisikoen til et selskap ved å modellere selskapets egenkapital som en kjøpsopsjon på eiendelene (Kenton, 2020). Modellen er i senere tid utbedret og forbedret i flere ulike versjoner.

Opsjonsprising kan være nyttig å bruke i tilfeller hvor kontantstrømmene er av uproporsjonal karakter og det råder usikkerhet rundt estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Ettersom dette er tilfelle med kontantstrømmene til misligholdte lån, vil det være interessant å se om dette er en metode som brukes i verdsettingsprosessen av misligholdte låneporteføljer, om muligens i kombinasjon med en diskontert kontantstrøm analyse.

### 3.5 Verdien av misligholdt lån

Kapitaldekningsregelverket setter kriteriet for å fastsette når et lån er misligholdt. Der fremkommer det at et lån defineres som misligholdt dersom kravet er forfalt med mer enn 90 dager og beløpet ikke er uvesentlig, eller det er sannsynlig at låntaker ikke vil oppfylle sin forpliktelse (Finanstilsynet, 2020a). Det er ikke avdekket aktører som benytter andre definisjoner enn den kapitaldekningsregelverket har fastsatt. Claudio Scadorvi (2016) presenterer et rammeverk for hvordan banker kan verdsette porteføljer med misligholdte lån. Det skilles her mellom to ulike dimensjoner, verdsetting «as is» og verdsetting «to be», altså verdien slik den er i dag, og verdien i fremtiden basert på fremtidig inntjening. Det skilles her mellom GBV og NBV

Thomas Hublot (2017) har i sin artikkel publisert av BNP Paribas tatt for seg hvordan det kan tenkes at verdsetting av forfalte lån vil se ut. Når et lån blir misligholdt, vil bankene utføre en verdsetting basert på forventet gjenvinnbart beløp. Først vil GBV (brutto bokført verdi) bli beregnet basert på forventet fremtidige kontantstrømmer neddiskontert med den effektive rentekostnaden. Dersom det skulle skje en endring i utsiktene til lånet vil man revurdere forventet fremtidig inntjening hvor man hensyntar forventet tap, og ender opp med en NBV (netto bokført verdi)

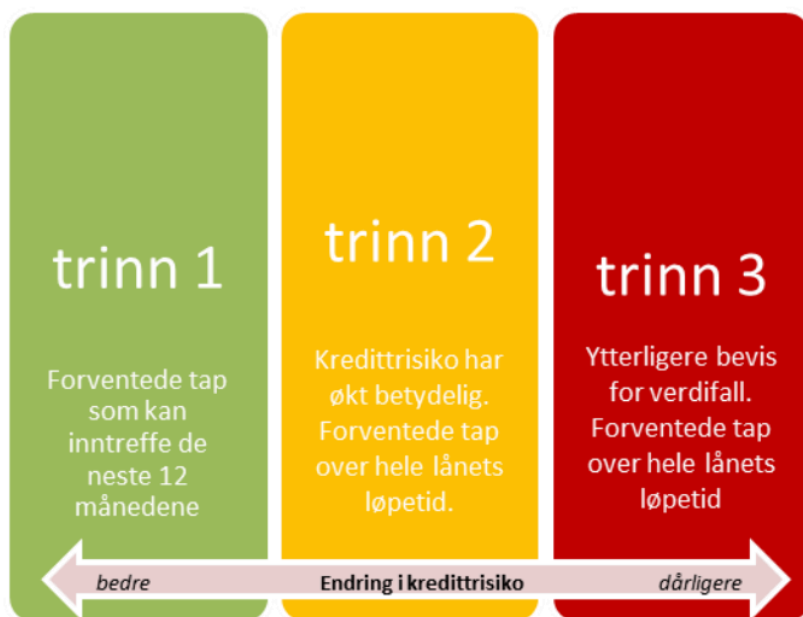
$$GBV_t = \sum_{t=1}^T \left[ \frac{CF_t}{(1+i)^t} \right] \quad (1) \quad NBV_t = \sum_{t=1}^{T_r} \left[ \frac{CF'_t}{(1+i)^t} \right] \quad (2)$$

Når det kommer til hvordan potensielle investorer vil verdsette forfalte lån vises det til formelen nedenfor. Man ser at man også her baserer seg på en summering av forventet fremtidig inntjening, men hensyntar også eventuelle gebyrer og provisjon. Kontantstrømmene blir i dette tilfellet neddiskontert med en gjeldende internrente.

$$NPL \text{ Value}_t = \sum_{t=1}^{T_r} \left[ \frac{CF'_t}{(1+IRR)^t} \right] - \text{Fees \& commissions} \quad (3)$$

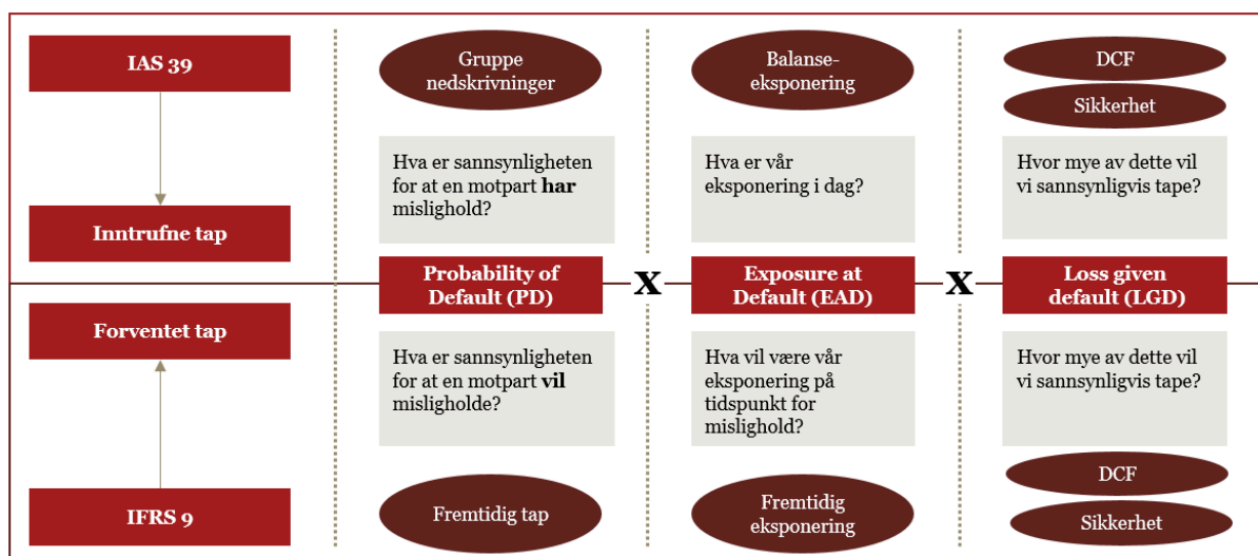
### 3.6 IFRS 9

Den internasjonale regnskapsstandarden IFRS 9 ble innført fra 2018 som en erstatning for IAS 39 og tar for seg regnskapsføring av finansielle instrumenter, herunder behandling av tapsføringer, klassifisering og måling, og sikringsbokføring. IFRS 9 er en omfattende standard, og for oppgavens formål anses det derfor som hensiktsmessig å trekke frem det aspektet ved IFRS 9 som har størst betydning for banker og finansforetaks låneporteføljer, som er den nye modellen for nedskrivninger. I motsetning til tidligere regelverk skal nedskrivningene på utlån under IFRS 9 i større grad basere seg på forventede utlånstap og framoverskuende vurderinger (NorgesBank, 2017). Som vi ser av figuren under er vurderingen delt inn i tre ulike trinn basert på kredittrisiko.



Figur 5: Nedskrivninger under IFRS 9 (Norges Bank, Innføring av IFRS 9, 2017)

Når et utlån balanseføres for første gang skal det normalt klassifiseres i trinn 1 i modellen, hvor kredittrisikoen anses som lav. Her skal det nedskrives for forventet tap som kan inntreffe over de neste 12 månedene. Dersom det er en vesentlig økning i kredittrisiko siden førstegangs innregning overføres lånet til trinn to, hvor det skal nedskrives for forventet tap over hele lånets løpetid. Dersom det foreligger ytterligere bevis for verdifall og økt kredittrisiko vil lånet overføres til trinn 3.



Figur 6: Inntrufne tap (IAS39) vs. forventet tap (IFRS 9) (E. Andersen & Anfinsen, 2018)

For å vurdere kredittrisiko brukes måleparametere som sannsynlighet for misligholdt (PD), eksponering på misligholdstidspunkt (EAD) og forventet tap ved mislighold (LGD). I modellen ovenfor kan man se hvordan de ulike parameterne og klassifisering av kredittrisiko har endret seg fra IAS 39 til IFRS 9 med tanke på når man vurderer tapsavsetningen.

### 3.7 Kapitaldekningskrav

I tillegg til IFRS 9 er kapitaldekningskravet av stor betydning for banker og finansinstitusjoner. Kapitaldekningskravet skal sikre at finansforetak har nok kapital til å dekke sine forpliktelser og uventede tapshendelser (Finanstilsynet, 2020b). Ettersom man i Norge er nødt til å ha finanskonsesjon for å kjøpe forfalte lån, vil også kjøpere måtte følge samme regelverk. Kapitaldekningen kan deles inn i tre ulike nivåer: CET1, Tier 1 og Tier 2.

$$\begin{aligned} \text{Ren kjernekapitaldekning (CET1)} &= \frac{\text{Ren kjernekapital}}{\text{Beregningsgrunnlag}} \geq 4,5\% \\ \text{Kjernekapitaldekning (Tier1)} &= \frac{\text{Ren kjernekapital} + \text{Annen godkjent kjernekapital}}{\text{Beregningsgrunnlag}} \geq 6\% \\ \text{Ansvarlig kapital (Tier2)} &= \frac{\text{Kjernekapital} + \text{tilleggs kapital}}{\text{Beregningsgrunnlag}} \geq 8\% \end{aligned}$$

Figur 6: Kapitaldekningsreglenes tre nivåer (A,Ristad & K, Løberg, 2018)

Finanstilsynet definerer de ulike kapitaltypene slik (Finanstilsynet, 2021a):

**Ren kjernekapital** består av foretakets innskutte og opptjente egenkapital.

**Annen godkjent kjernekapital** består av hybridkapital/fondsobligasjoner.

**Tilleggs kapital (Tier 2)** består av ansvarlig lånekapital, og for IRB-foretak også negative verdier av justert forventet tap.

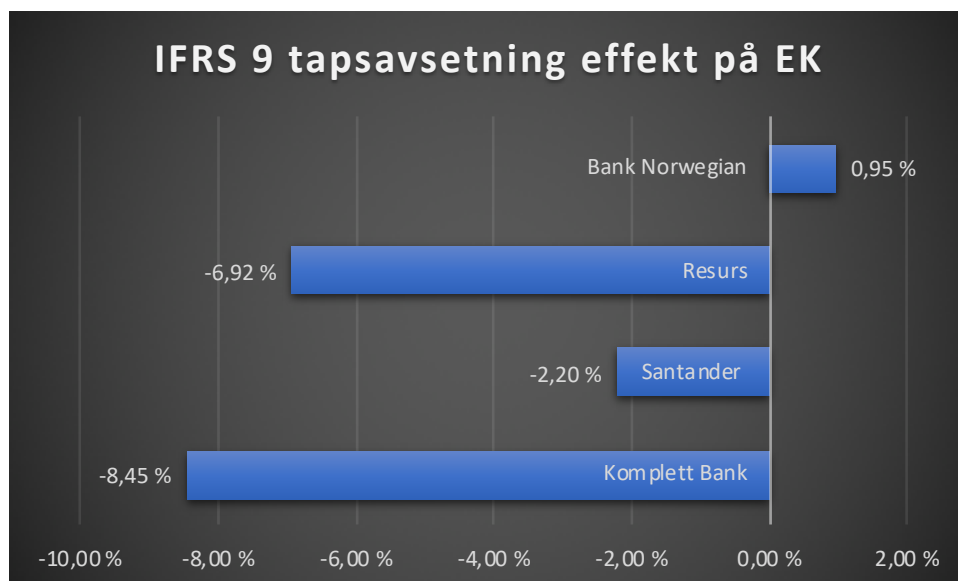
**Beregningsgrunnlag** et risikovektet mål på foretakenes eksponering mot kredittrisiko, motpartsrisiko, markedsrisiko og operasjonell risiko.

Videre har finanstilsynet fastsatt at misligholdte engasjementer skal ha en risikovekt på 150 prosent med mindre engasjementet er nedskrevet med minst 20 prosent fra kostpris

(Finanstilsynet, 2018). Finanstilsynet har også endret kapitalkravet slik at systemrisikobufferkravet økes fra 3 til 4,5 prosent (Regjeringen.no, 2019). Å selge misligholdte låneporteføljer er en av muligheten bankene har for å frigjøre kapital for å tilfredsstille det økte kapitalkravet. Det vil være interessant å undersøke hvorvidt kapitaldekningsregelverket er en faktor som påvirker verdsettelsesprosessen.

### 3.8 Effekt av IFRS 9 på bankenes kapitalkrav

Overgangen fra regnskapsstandarden IAS 39 til IFRS 9 i 2018 har også hatt betydning for bankenes egenkapital og påfølgende hatt en innvirkning på kapitaldekningen. Under IAS 39 ble tapsavsetninger basert på en «incurred loss» modell hvor tapsavsetning først ble foretatt dersom det var objektivt bevis for at det forelå et verditap på balansedagen. Under IFRS 9 skal en derimot avsette for forventet tap (E. Andersen & Anfinsen, 2018, p. 32). Ved å gå gjennom notene i årsregnskapet for fire av de største forbrukslånsbankene i Norge er følgende effekt av IFRS 9 avdekket. For Komplett Bank førte endringen til en økning av tapsnedskrivninger på 157,8 MNOK (-8,45% endring av EK). For Santander og Resurs førte det til en økning på 601 MNOK (-2,20% endring av EK) og 438,6 MNOK (-6,92% endring av EK). Bank Norwegian var den eneste som så en positiv effekt (reduksjon) på tapsavsetninger på 55 MNOK etter skatt (0,95% endring på EK). I tabellen under vises prosentvis endring av egenkapital som følge av implementeringen av IFRS 9.



Figur 7: IFRS 9 tapsavsetning EK-effekt %



For bankene vil en nedgang i egenkapitalen ha en påfølgende effekt på kapitaldekningen. Dette kan i sin tur gi økt insentiv til bankene om å selge misligholdte låneporteføljer for å frigjøre kapital til å tilfredsstille dekningskravet. Det vil være interessant å se hvordan respondentene har merket effekten av det nye nedskrivingsregelverket.

### 3.9 Gjeldsregisteret og forskrift om finansforetaks utlånspraksis

I 2019 innførte Stortinget gjeldsregisteret som et verktøy for å sikre at forbrukere ikke kunne ta opp mer gjeld enn de evnet å betjene (Barne- og familiedepartementet, 2019). Registeret gir oversikt over usikret forbruksgjeld, og inneholder informasjon om hva slags forbrukskreditt vedkommende har, saldo og den effektive renten. Bankene er pålagt å benytte informasjonen i gjeldsregisteret når de gjennomfører sine kredittsjekker i sammenheng med lånesøknader.

Finanstilsynet innførte i samme år også en ny forskrift for finansforetak som yter usikret kreditt til forbrukere (Finanstilsynet, 2019). Forskriften har som hensikt å dempe risikoen som den økende forbruksgjelden utgjør for norsk økonomi. Forskriften tar blant annet for seg krav til betjeningsevne, gjeldsgrad og avdragsbetaling.

Betjeningsevne – Finansforetaket skal ikke innvilge lån dersom låntakeren ikke vil kunne betjene lånet ved en 5% renteøkning på samlet gjeld.

Gjeldsgrad – Finansforetaket skal ikke innvilge lån dersom den samlede gjelden overstiger fem ganger årsinntekt.

Avdragsbetaling – Finansforetaket skal kreve månedlige nedbetaling av forbrukslånet. Det månedlige beløpet må tilsvare et beløp som gjør at kravet blir nedbetalt i løpet av 5 år.

Som et resultat av dette ser man at kundemassene til forbrukslånsbankene endrer seg, hvorpå de nye kundene fremstår som mer «high-end» (Poppe & Skuland, 2021). I dette legges det at kundene har en mer solid økonomi, lavere gjeldsgrad og bedre betjeningsevne enn hva som har vært tilfellet tidligere. Et strengere regelverk for hvem som får ta opp kreditt vil antas å ha en effekt på kvalitetsnivået til porteføljene som selges. Det vil også være interessant å

undersøke om porteføljer bestående av lån før innføringen av gjeldsregisteret verdsettes lavere enn porteføljer etter innføringen.

### 3.10 Personvernforordningen (GDPR)

Personvernforordningen er en kombinasjon av nasjonale regler og EUs regelverk (Datatilsynet, 2022). Regelverket har som hensikt å beskytte enkeltindividers personvern, og setter begrensninger omkring hvilke data som kan samles inn og benyttes i ulike sammenhenger. Loven gjelder stort sett alle virksomheter, og gir bedriftene en rekke plikter. For enkeltpersonene som har personlig data registrert hos virksomheten gir regelverket en rekke rettigheter. I verdsettingen av porteføljene kan det tenkes at personopplysninger omkring den enkelte skyldner vil være av betydning. Et eksempel på dette kan være skyldners økonomiske situasjon på tidspunktet lånet ble innvilget. Det vil være interessant å undersøke hvordan personvernforordningen kan sette begrensninger for hvilken informasjon kjøper kan innhente, og hvorvidt dette er av betydning for verdsettelsen.

## 4. Forskning på verdsetting av misligholdte lån

I dette kapitlet vil jeg presentere funn fra tidligere forskning som anses som relevant for tekstens tema, verdsetting av misligholdte låneporteføljer. Kapitlet starter med å se på forskjellen mellom selgers bokførte verdi og en kjøpers verdsetting. Videre tar jeg for meg forskning omkring vintage og tilbakebetalingstid. Jeg ser også på forskning som tar for seg bruken av opsjonsprising som en alternativ verdsettelsesmetode, før jeg ser på hva tidligere funn sier om betydningen av lånets størrelse. Avslutningsvis tar jeg for meg funn vedrørende informasjonsasymmetri.

### 4.1 Forskjellen mellom bokført verdi og investorers verdsetting

Mye av litteraturen omkring misligholdte låneporteføljer kommer fra Italia, som har slitt med en signifikant andel misligholdt gjeld etter finanskrisen i 2008. Ciavoliello et al. (2016) ser i sin artikkel, publisert av den italienske sentralbanken, på hovedforskjellen mellom den bokførte verdien av forfalte lån og prisen som potensielle investorer er villige til å betale. Her trekkes det hovedsakelig frem to hoveddrivere:

1. Banker som følger internasjonale regnskapsstandarder (IFRS 9) benytter den effektive rentekostnaden for å diskontere forventet fremtidig kontantstrøm. Kjøpere av NPL-porteføljer krever en veldig høy avkastning, delvis fordi de har mindre finansiell giring enn banker. Dette avkastningskravet benyttes for å neddiskontere de forventede kontantstrømmene fra porteføljen, og resulterer i en lavere prising.
2. Bankene vil også være nødt til å kostnadsføre indirekte kostnader i det de inntreffer i motsetning til investorer som trekker fra samtlige kostnader fra verdien av lånet umiddelbart.

I artikkelen argumenteres det for at disse to driverne kan forklare hele differansen mellom investorers kjøpesum og bankenes bokførte verdi.

Disse funnene er i tråd med funnene gjort av Pauer og Pischler (2021). De har i sin studie undersøkt hvordan nedskrivningsregler påvirker bankenes reservasjonspris.

Reservasjonsprisen er minimumsprisen bankene tar for å selge sine misligholdte låneporteføljer (Hayes, 2021). I motsetning til andre studier på verdsetting av misligholdte

lån, forutsetter Paurer og Pischler at kjøper og selger er enige om forventet gjenvinningsgrad. Ved å teste en pris-modell med nedskrivningsregler og en uten, fant de først ut at bankenes reservasjonspris for NPL er lavere enn verdsettingen av lånet. Dette kommer av at både salg og nedskrivning av NPL resulterer i et tap for banker. De konkluderer videre med at obligatoriske nedskrivningsregler presser reservasjonsprisen lavere ned og bidrar til at banker selger misligholdte lån som de ellers ville beholdt i sin portefølje

#### 4.2 Vintage (alder etter mislighold) og tilbakebetalingstid

Et av momentene som trekkes frem i flere av artiklene som er undersøkt er betydningen av recovery-time. Recovery-time, heretter omtalt som tilbakebetalingstid, er hvor lang tid det tar fra lånet defineres som misligholdt (90 dager ref. kapitaldekningsregelverket) til det utestående lånebeløpet inklusive renter er tilbakebetalt av låntaker. Ciavoliello et.al (2016) peker på flere faktorer som påvirker denne tidsrammen, blant annet graden av effektivitet i den interne prosessen til banken/finansinstitusjonen samt juridiske retningslinjer som kan variere betraktelig på tvers av nasjoner. I sin artikkel har Ciavoliello et.al (2016) gjennomført en sensitivetsanalyse som ser på hvilken innvirkning tilbakebetalingstid har på prisen for forfalte lån i prosent av brutto bokført verdi, gitt en internrente på 20 % (2016, s.8).

Tav. 3 - Sensitivity of bad loan prices to recovery times <sup>(1)</sup> (per cent of GBV)	
Recovery time (years)*	Price
1	36.3
2	29.8
3	24.4
4	19.8
5	16.1
6	12.9

(1) Assuming 20 per cent IRR.

Figur 8: Effekten av recovery-time (Ciavoliello et.al, *What's the Value of NPLs*, 2016, s. 8)

Som man kan se av tabellen ovenfor vil effekten av å gå fra tilbakebetaling i løpet fire år til tre, medføre en økning i prisen på det forfalte lånet på 4,6 %. Dette kan i stor grad knyttes til tidsverdien av penger og økte omkostninger ved merarbeid. Lenger tilbakebetalingstid vil videre også ha en innvirkning på balansen, i den grad at jo lengre et misligholdt lån blir liggende så vil andelen misligholdte lån mot total andel lån øke.

Betydningen av tilbakebetalingstid er også fokus for studiet gjennomført av Betz et. al (2021). Ved hjelp av en database for bankers tap har de undersøkt hvorvidt det er en sammenheng mellom kredittparametere LGD (tap gitt misligholdt) og hvor lenge lånet er i mislighold. Resultatet av studiet indikerer direkte positiv sammenheng mellom de to parameterne, hvilket vil si at desto lengre tid det tar å «løse» kravet, desto større er tapet forbundet med prosessen. Av resultatene presentert ovenfor vil det være interessant å se hvorvidt tilbakebetalingstid er en vesentlig faktor i verdsettingen av forfalte låneporteføljer.

En studie gjennomført av Federal Trade Commission (Leibowitz, Ramirez, Brill, Ohlhausen, & Wright, 2013) undersøkte ni av de største kjøperne av gjeld i USA. Aktørene utgjorde mer enn 75 % av det amerikanske markedet. 5000 porteføljer ble analysert, hvorpå 71% av porteføljene var kredittkortgjeld. Resterende gjeld var boliglån, medisin, telekom og annen forbruksgjeld.

Det ble blant annet avdekket at kjøpere av misligholdte låneporteføljer i gjennomsnitt betalte 40 % av den opprinnelige verdien. Eldre gjeld ble solgt for betydelig lavere sum enn nyere gjeld, sannsynligvis av den grunn at skyldnere er mindre villige eller i stand til å betale ettersom tiden går, eller at skyldnerne er vanskeligere å lokalisere. Prisen på gjeld over 15 år var tilnærmet 0. Kjøperne betalte det samme for porteføljer kjøpt av originale kreditorer som porteføljer videresolgt fra andre kjøpere.

#### 4.3 En risiko-nøytral prising av forfalte lån?

D. Tilloca (2018) fremmer i sin artikkel en alternativ metode for verdsetting av forfalte lån, nærmere bestemt en risiko-nøytral tilnærming. Til forskjell fra verdsettingsmetoder fremmet av eksempelvis Ciavoliello et. al (2016) og Humblot (2017) hvor man fokuserer på diskontert kontantstrøm, baserer Tilloca sin metode seg på Mertons rammeverk om en opsjonslignende prising. Fordelen med denne prismodellen er at den baserer seg på et fåtall av inputs; forventet gjenvinningsgrad, forventet gjenvinningstid, markedets risikopremie og hvor lenge lånet har vært misligholdt. I artikkelen sammenlignes resultatene til Humblot (2017) sin DCF-analyse med den foreslåtte opsjonsprisingmetoden. Der hvor Humblot (2017) kommer frem til en prising på 20,5 %, kommer man med D. Tilloca (2018) sin metode frem til tilnærmet samme pris på 20,3% med utgangspunkt i samme tallmaterialet. Forskjellen er at ved å bruke

diskontert kontantstrøm-metoden er man avhengig av informasjon som ikke er lett tilgjengelig, kontra opsjons-metoden hvor man mer eller mindre kun er avhengig av markedets risikopremie. Det vil være interessant å undersøke om noen av aktørene benytter en form for opsjonsprising i verdsettingen.

#### 4.4 Lånets størrelse

Det finnes en del forskning på hva som påvirker kredittparameteret LGD (tap gitt mislighold). Resultater på dette området kan ha implikasjoner for verdsettingen av forfalte låneporteføljer, da det kan si noe om hva som påvirker graden av mislighold.

Beck et. al (2017) har undersøkt løsningsgraden av 150 000 inkassosaker i Tyskland og sett på hvilke faktorer som påvirker tilbakebetalingsgraden. Selv om inkassosakene ikke utelukkende består av usikrede kreditt- og forbrukslånskrav, vil man kunne anta at faktorene som påvirker tilbakebetalingsgraden for inkassosaker generelt, til en viss grad vil være gjeldende for kreditt- og forbrukslånskrav også.

Resultatene fra studiet viser en positiv sammenheng mellom løsningsgrad og eksponering ved mislighold (EAD). Eksponering ved mislighold blir i denne sammenheng definert som hvor stort kravet er. Resultatene tolkes dit at inkassoforetak vil yte mer innsats for å få krevd inn større krav, enn mindre krav. Det vil være interessant å undersøke om kjøpere verdsetter lån ulikt basert på størrelse.

#### 4.5 Økonomiske faktorer av betydning for misligholdt gjeld

Misligholdt gjeld er i stor grad drevet av makroøkonomiske faktorer, hvorpå de viktigste makroøkonomiske faktorene anses å være rentesatsen og arbeidsledighetsnivåene (Scallan, 1998). Scallan (1998) argumenterer i sin artikkel for at selv om disse faktorene er av stor betydning, samhandler de på en kompleks måte med porteføljer av misligholdt gjeld. Det poengteres at selv om man vet med absolutt sikkerhet hva de makroøkonomiske utsiktene er, vil det være vanskelig å si noe om hvordan disse vil påvirke en porteføljes prestasjon. Det argumenteres for at eventuelle økonomiske modeller omkring innvirkningen av disse faktorene bør utvikles over en 15 års periode for å være av betydning, ettersom de fleste sykluser varer omtrent 7 år og bør sees over flere perioder. Bruk av scenarioanalyser blir løftet frem som et verktøy for å undersøke hvordan makroøkonomiske variasjoner påvirker

porteføljens prestasjon. Det vil i denne sammenheng være interessant å se om noen av aktørene inkluderer makroøkonomiske faktorer i verdsettingen. Spesielt renteutvikling vil anses som relevant grunnet sin betydning for diskonteringen av kontantstrømmene og kapitalkostnaden.

#### 4.6 Informasjonsassymetri

Med informasjonsassymetri menes forskjellen i tilgjengelig eller opparbeidet informasjon mellom selger og kjøper av forfalte låneporteføljer. Problemet med informasjonsassymetri er belyst av George A. Akerlof i sin artikkel «The Market for Lemons: Quality Uncertainty and The Market Mechanism» (1970). I artikkelen brukes markedet for bruktbiler som et eksempel, hvorpå selgeren har mer informasjon om bilens tilstand enn kjøperen. Dette resulterer i at kjøperen ikke ønsker å betale mer enn gjennomsnittspris for bilen selv om kvaliteten skulle være høyere. Dette er noe selgeren vil dra fordel av dersom bilen er av lavere kvalitet, en såkalt «sitron». Det vil derimot være en ulempe dersom bilen er av god kvalitet.

Konsekvensen vil i verste fall være et marked hvor det kun eksisterer bruktbiler av dårlig kvalitet, da selgere av biler med høyere kvalitet ikke ønsker å selge til så lave priser som kjøperne tilbyr.

Dersom selger sitter på dypere kunnskap om skyldners økonomiske situasjon og har mer presis info om tilbakebetalingsgrad kan dette være en faktor som har innvirkning på bankenes prising av porteføljene. Det kan tenkes at forbrukslånsbanker som sitter på store mengder data vil ha et bedre tallgrunnlag for å utarbeide statistiske analyser og utregning av sannsynlige framtidsscenarioer knyttet til potensiell gjenvinningsgrad av lånene. Hvorvidt all denne informasjonen deles med kjøper i en eventuell salgsprosess vil kunne tenkes å være av betydning. Den europeiske sentralbanken (Fell et al., 2017) belyser dette tematet i sin rapport om finansiell stabilitet og det å overkomme svakheter i NPL-markedet. De påpeker at potensielle investorer ikke kan være sikre på at kredittkvaliteten er i så god stand som banken portretterer. Tilstrekkelig due diligence fra investors side fremmes som en måte overkomme slike utfordringer, men her påpekes igjen de potensielle konsekvensene i form av signifikant økte kostnader da verdsetting av NPL-porteføljer krever ekspertise og høye utgifter. Det vil være naturlig å tenke at slike kostnader vil inkluderes i prisingen av porteføljene fra investorenes side.

Drozd & Serrano-Padial (2017) antyder på sin side at inkassoselskaper spiller en viktig rolle når det kommer til å innhente og behandle informasjon om skyldnere. Fedaseyeu & Hunt (2014) legger mer vekt på omdømmespørsmålet, men merker seg at inkassoforetak får verdifull informasjon om en skyldners betalingsvilje. Dette støttes av funnene gjort av Kriebel & Yam (2020), som undersøker hvor viktig informasjon som samles inn ved tredjepartsinnkreving er for å forutsi tilbakebetaling. Funnene viser at informasjonen som samles inn via tredjepartsinnkreving spiller en viktig rolle i å gjøre mer pålitelige forutsigelser. Dette begrunnes med at inkassoselskap er i mer kontakt med skyldnere, oftere undersøker skyldners økonomiske situasjon og generelt har mer erfaring med skyldnere.



## 5. Metode

I dette kapitlet vil jeg gjøre rede for de metodologiske valgene som er tatt i forbindelse med gjennomføringen av avhandlingen. Jeg vil først gi ett innblikk i valg av forskningdesign og metode. Deretter gir jeg en presentasjon av utvalget og prosessen med å rekruttere informantene. Videre presenterer jeg hvordan datainnsamling og analyse er gjennomført, herunder intervjuprosessen og transkribering. Avslutningsvis tar jeg for meg etiske vurderinger og forskningens kvalitet.

### 5.1 Forskningdesign

Før man gjennomfører en studie må det gjøres noen overordnende valg for hvordan undersøkelsen skal gjennomføres samt hva og hvem som skal undersøkes. I forskning betegnes en slik fremdriftsplan som forskningdesign (Johannessen, Christoffersen, & Tufte, 2011). Innen forskningsdesign skilles det gjerne mellom tre ulike typer studier: Beskrivende, utforskende og forklarende:

*Beskrivende* studier har som hensikt å underbygge og dokumentere forhold knyttet til individer, situasjoner eller hendelser. Man samler her inn data gjennom kvantitative eller kvalitative metoder for å komme frem til en presis beskrivelse av populasjonen man undersøker. Eksempler på beskrivende studier kan være å beskrive folks politiske holdninger forut et stortingsvalg ved hjelp av et kvantitativt spørreskjema, eller å beskrive hvordan ulike team samarbeider i jobbsammenheng gjennom kvalitative intervju. (Johannessen et al., 2011).

*Utforskende* studier har til hensikt å utforske forhold eller fenomener hvor man har lite eller mangelfull kunnskap. Formålet med studiet er å lære mer om problemstillingen man har formulert, ved å innhente informasjon fra et utvalg respondenter. Ved utforskende studier vil man i større grad ha muligheten til å kunne gjøre endringer underveis, etterhvert som man avdekker ny kunnskap om fenomenet man utforsker. (Johannessen et al., 2011)

*Forklarende* studier har til hensikt å forklare verden slik den er. Man er her ute etter å finne årsaksforklaringer til at et fenomen inntreffer. Eksempler på dette kan være hvilke faktorer (x) som er årsaken til et fenomen (y) eller hvilke fenomener (x) som er konsekvenser av et fenomen (y) (Johannessen et al., 2011).

Målet med denne studien er å utforske hvordan forfalte låneporteføljer blir verdsett i praksis. I ordlyden av dette ligger det at forskningsdesignet kan klassifiseres som utforskende. Det finnes mye forskning rundt verdsetting, men forskning på hvordan usikrede forfalte låneporteføljer verdsettes og hvilke faktorer som er viktige fremstår som mangelfull. Selv om studiet i hovedsak klassifiseres som utforskende, bærer det også preg av beskrivende studie. Dette begrunnes med at mye av teorien omkring verdsetting allerede er veletablert, og således ikke noe nytt. Det forsøkes også å komme frem til en presis beskrivelse av fenomenet som undersøkes.

## 5.2 Kvalitativ metode

Det skilles mellom kvantitativ og kvalitativ metode når det skal gjennomføres en studie. Det som skiller de to metodene er hvordan data samles inn og analyseres. Ved bruk av kvantitativ metode samles det inn og analyseres data i form av tall, og egner seg godt dersom man ønsker å komme frem til statistiske sammenhenger.

Kvalitativ metode skiller seg fra kvantitativ metode ved at man i hovedsak samler inn og analyserer data i form av tekst, og er særlig hensiktsmessig der hvor det undersøkes fenomener som vi ikke kjenner veldig godt, og som det er forsket lite på (Johannessen et al., 2011).

Ettersom det i dette tilfellet er ønskelig å innhente informasjon om et relativt smalt fagfelt hvor vi ikke har noe særlig forkunnskaper, anses det som hensiktsmessig å velge en kvalitativ metode for å gjennomføre studiet. Det skilles gjerne mellom fem ulike kvalitative tilnærminger, hvorpå tilnærmingen for dette studiet kan klassifiseres som narrativ ettersom det er ønskelig å undersøke erfaringene til et mindre utvalg enkeltindivider (Creswell & Poth, 2018). En av fordelene med en slik form for tilnærming er at den i større grad tillater frihet og fleksibilitet rundt datainnsamlingen, for så å analysere og sette sammen de ulike nøkkelementene som blir avdekket underveis i innsamlingen.

## 5.3 Utvalg

Vet utvelgelse av informanter i kvalitative undersøkelser er ikke utgangspunktet representativitet, men hensiktsmessighet (Johannessen, Christoffersen, & Tuftes, 2020). I dette

ligger det at man ønsker å rekruttere informanter som man kan få mest mulig kunnskap om fenomenet som undersøkes. Det er derfor foretatt et strategisk utvalg, nærmere bestemt et kriteriebasert utvalg, for å sikre at respondentene møter visse kriterier. Det er eksempelvis et viktig kriterium at respondenten har verdifull kunnskap og erfaring rundt problemstillingen. For dette studiet har det derfor vært ønskelig å rekruttere ansatte med både kjennskap til og erfaring rundt verdsetting av forfalte låneporteføljer.

Ettersom det var utfordringer knyttet til antall potensielle respondenter, valgte jeg å benytte LinkedIn som et verktøy for å rekruttere respondenter. For å kartlegge populasjonen benyttet jeg meg av en oversikt fra finanstilsynet over inkassoforetak som hadde forbruksgjeld til inkasso ved utgangen av første halvår av 2021 (Finanstilsynet, 2021c). Videre sendte jeg ut en samlet epost til samtlige av foretakene for å spørre om de kunne bekrefte eller avkrefte at de drev med kjøp av forfalte låneporteføljer. Flere foretak svarte på henvendelsen. De foretakene som ikke svarte på henvendelsen ble enten utelukket eller inkludert i utvalget basert på informasjon tilgjengelig på nettsidene eller årsrapporten. Jeg endte til slutt opp med et utvalg på 8 foretak. For å oppnå kontakt med de ulike foretakene, sendte jeg ut en generell forespørsel på LinkedIn til de mest relevante stillingene i de ulike bedriftene. Der hvor det var utfordrende å finne rett vedkommende å sende melding til henvendte jeg meg til daglig leder, som var behjelpelig med å sette meg på rett spor.

Hvor mange intervjuer man skal gjennomføre er et spørsmål som ofte dukker opp, og på generelt grunnlag sies det at det bør gjennomføres intervjuer helt til forskeren ikke lenger får noe ny informasjon (Johannessen et al., 2011). Begrenset tid og ressurser kan også være av betydning for hvor mange intervjuer det er praktisk mulig å gjennomføre. Gitt at problemstillingen har utgangspunkt i et relativt avgrenset fagområdet, vil det naturligvis være et betydelig mindre antall potensielle respondenter. Blant de 8 foretakene var det 6 informanter som i utgangspunktet sa seg villige til å stille til intervju. Av de 6 opprinnelige informantene var det en som trakk seg før intervjuet ble gjennomført, og en som sluttet å svare på henvendelser når intervjuet skulle fastsettes. Årsaken til at noen informanter ikke ønsket å delta kan blant annet være som følge av begrenset tid, en generell skepsis til å delta på forskningsprosjekt eller interne retningslinjer rundt hvorvidt slik informasjon er noe selskapet kan/ønsker å dele offentlig. Jeg satt til slutt igjen med et utvalg på fire informanter. Selv om det kan sies at fire informanter er på grensen til hva man kan akseptere for

tilstrekkelig datainnsamling, argumenteres det for at de fire informantene er eksperter på området og utgjør en vesentlig del av populasjonen.

#### 5.4 Datainnsamling

Datainnsamlingen ble gjort gjennom kvalitative intervju. Kvalitative intervjuer er den mest brukte metoden for datainnsamling i kvalitativ forskning. Det er en fleksibel metode som gjør det mulig å få fylldige og detaljerte beskrivelse av det vi studerer (Johannessen et al., 2020). Slike intervjuer egner seg gjerne i de tilfeller hvor man ønsker at respondenten skal kunne dele sine erfaringer og oppfatninger, og rekonstruere hendelser, på en måte som ikke lar seg gjøre ved bruk av et spørreskjema.

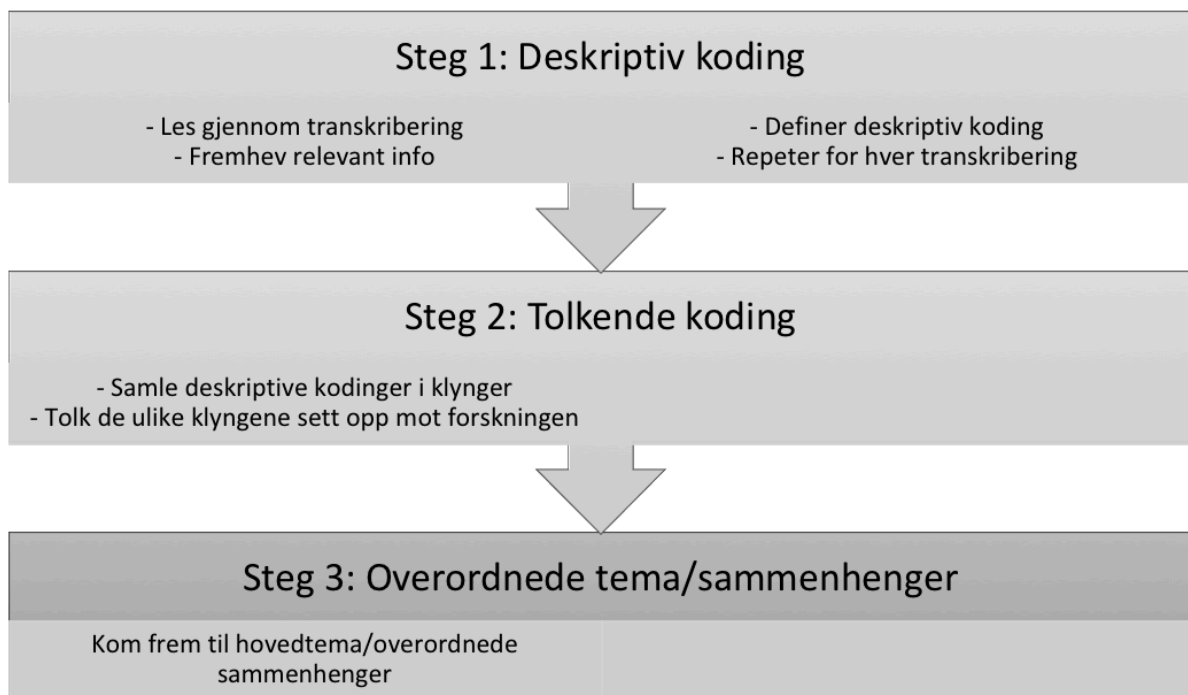
Når man skal gjennomføre et kvalitativt intervju finnes det ulik grad av struktur. I den ene enden har man et strukturert intervju, hvor man har definerte spørsmål med faste svaralternativer. I den andre enden har man ustrukturerte intervju, hvor man stiller åpne spørsmål rundt valgt tema. Et ustrukturert intervju er preget av en større grad av fleksibilitet, hvor spørsmålene tilpasses situasjonen. I midten av spekteret har vi det som defineres som semi-strukturerte intervju, hvor man kombinerer aspekter fra strukturert og ustrukturert intervju. Spørsmålene er fastsatt på forhånd, men man har også en større grad av fleksibilitet rundt hvilken rekkefølge spørsmålene stilles i, og hvorvidt man ønsker å stille spørsmål utover det som er planlagt (Johannessen et al., 2020). I dette studiet har jeg valgt å benytte semi-strukturerte intervju med en overordnet intervjuguide, men beveget meg fritt frem og tilbake mellom spørsmålene alt ettersom hvordan samtalen utspiller seg mellom de ulike respondentene. Der hvor det er behov for utdypende spørsmål eller hvor andre interessante faktorer har dukket opp, har disse blitt utforsket gjennom mer spontane spørsmål.

Grunnet covid-restriksjoner og hensyn til smittevern ble intervjuene gjennomført digitalt over Teams. Det er gjennomført ett enkelt intervju med hver av respondentene, med en varighet mellom 30-60 min. Der hvor informasjonen fremstod som mangelfull eller uklar ble respondentene stilt oppfølgende spørsmål skriftlig.

## 5.5 Dataanalyse

Transkribering av intervjuene er et naturlig første steg i analysen av innsamlet data. En av vurderingene som må tas er hvorvidt man skal transkribere hele eller deler av intervjuene. Ettersom antall respondenter og intervju er av overkommelig mengde i form av forventet tidsbruk, har jeg valgt å foreta en full transkribering av intervjuene. På denne måten sikrer jeg at viktige momenter ikke utelates eller at transkriberingen påvirkes av forskerens subjektive oppfatning av hva som er viktig. Full transkribering er i tillegg ofte foretrukket for narrative tilnærminger (King & Horrocks, 2010).

I den påfølgende delen av analysen tar jeg utgangspunkt i de tre stegene i en tematisk analyse: Deskriptiv koding, tolkende koding og identifisering av overordnede tema (King & Horrocks, 2010).



Figur 9: De ulike stegene i den tematiske analysen (King & Horrocks, 2010, p. 153)

Det første steget er å identifisere de delene av intervjuet som kan bidra til å svare på forskningsspørsmålene. Dette ble gjort ved å lese gjennom transkriberingen og forsøke å forstå deltakernes syn på verdsettelsesprosessen og fremheve relevant info sammen med en kort kommentar om hvorfor det er relevant. Steg to innebærer å samle de deskriptive kodingene i klynger og forsøke å tolke deres mening, før jeg i steg 3 forsøker å identifisere

nøkkelkonseptene i analysen og hvordan disse i sin tur kan være med på å besvare forskningsspørsmålene. Det er verdt å nevne at denne prosessen er en overlappende prosess, hvor man ofte beveger seg frem og tilbake mellom de ulike stegene (King & Horrocks, 2010).

## 5.6 Informantenes profil

Under presenteres de ulike informantenes profil. Ut over arbeidsoppgave var det ønskelig å få med hvorvidt de var en del av større eller mindre markedsaktører. Ettersom samtlige respondenter er anonymisert, er det ikke ønskelig å oppgi hvilket firma de jobber for eller konkrete tall for hvor store porteføljekjøp aktørene har gjennomført. Det ble vurdert å kategorisere aktørene etter en kombinasjon av antall ansatte og omsetning eller balansesum, slik regnskapsloven (Regnskapsloven, 1998) og EU (European Commission, 2022) skiller mellom store og mindre selskaper. Dette ble også valgt bort i frykt for at informantene kan identifiseres.

Av den grunn vil jeg kategorisere aktørene etter hvorvidt de er store eller små selskaper i henhold til NHOs definisjon. NHO definerer selskapets størrelse etter antall ansatte i følgende intervall (NHO, 2022):

- Små = bedrift med 1-20 ansatte
- Mellomstor = bedrift med 21-100 ansatte
- Stor = bedrift med over 100 ansatte

Pseudonym	Størrelsen på selskap (antall ansatte)	Arbeidsoppgave (samtlige er kjøpere)	Antall års erfaring
R1	Stor	Leder for investeringsområdet samt data og analyse	14
R2	Stor	Leder for team som driver med verdsetting av porteføljer	7

R3	Stor	Leder for investeringsområdet	14
R4	Stor	Leder for team som driver med verdsetting av porteføljer	6

Figur 10: Informantenes profil

### 5.7 Etske vurderinger

Etikk defineres gjerne som prinsipper, regler og retningslinjer for vurdering av om handlinger er riktige eller gale (Johannessen et al., 2011). Ved gjennomføring av datainnsamling er det nødvendig å sikre at arbeidet blir gjennomført med hensyn til etiske problemstillinger fra start til slutt. Slike problemstillinger omhandler gjerne respekt for enkeltindividets rettigheter og samtykke, minimering av potensielt skadeomfang og rettferdighet (Creswell & Poth, 2018, p. 151). Datainnsamlingen er gjort i tråd med gjeldende retningslinjer for behandling av personopplysninger, herunder innmelding til og godkjenning fra NSD (Norsk senter for dataforskning). Informantene er informert om sine rettigheter i form av samtykke og rett til innsyn, retting og sletting av innsamlet data underveis i prosessen. Det er videre sikret dataminimering i form av at det kun innhentes nødvendig informasjon, samt sletting av opptak og transkribering etter sensur av avhandlingen foreligger.

### 5.8 Forskningens kvalitet

Ved gjennomføring av kvalitative forskningsstudier vil det være naturlig å evaluere kvaliteten og mulige svakheter ved studiet, noe jeg også vil gjøre i dette kapitlet. I kvalitativ forsknings benyttes gjerne begrepene pålitelighet og troverdighet som kriterier for kvalitet (Johannessen et al., 2020), og er følgelig hva jeg vil gjøre rede for.

Pålitelighet sier noe om hvorvidt fremgangsmåten er pålitelig, og kan sikres gjennom å gi leseren en åpen og detaljert fremstilling av fremgangsmåten under hele forskningsprosessen (Johannessen et al., 2020). Det er forsøkt å sikre tilfredsstillende pålitelighet gjennom å dokumentere forskningsprosessen på best mulig vis. Dette er gjort gjennom å forklare de

valgene som er tatt og hvorfor de er tatt, slik at leseren får en dypere forståelse av prosessen i sin helhet.

Respondentene er rekruttert via personlig nettverk og snøballmetoden. Dette innebærer en risiko for bias i den grad at deltakerne har mange av de samme holdningene. Det er da og vanskelig å unngå ettersom fagfeltet som undersøkes består av så få aktører og derfor har sine utfordringer knyttet til antall potensielle respondenter. Risiko for bias kunne vært redusert ved å være flere enn en forsker. Det er sannsynlig at bruken av flere forskere kunne hevet kvaliteten på studie i form av større mangfold av synspunkter.

Selv om det kan stilles spørsmål knyttet til hvorvidt antall respondenter er tilstrekkelig for å sikre ytre validitet, vises det til Creswells (2018) utsagn om at formålet med kvalitative studier ikke er å generalisere informasjon men heller å skaffe dyptgående kunnskap om individene eller emnet som er i søkelyset. Det bør videre poengteres at selv om det kun er intervjuet fire informanter i dette studiet, tilsvarer dette en relativt stor andel av populasjonen, ettersom det kun er 8 inkassoforetak som kjøper usikrede forfalte låneporteføljer i Norge. Det argumenteres også for at de respektive informantene er besitter tilstrekkelig kunnskap da de har flere års erfaring og jobber for store aktører.



## 6. Resultat og drøfting

I dette kapitlet vil jeg presentere resultatene fra analysen. Resultatene vil bli presentert og drøftet opp mot teori og reguleringen fra kapitel 3 og tidligere forskning fra kapitel 4. Det vil bli tatt i bruk en kombinasjon av direkte sitat og gjenfortelling med egne ord fra intervjuene. Bruken av direkte sitat gjøres for å gi en presis fremstilling av de ulike informantenes utsagn rundt de ulike temaene, med tekstens problemstilling i fokus:

*Hvordan verdsettes usikrede forfalte låneporteføljer?*

Forskningsspørsmål 1: «Hvilke metoder benyttes for å verdsette usikrede forfalte låneporteføljer?» vil bli analysert etter følgende punkter:

- Diskontert kontantstrøm analyse
- Internrentemetoden
- Usikkerhet
- Relativ verdsetting/ Benchmark

Forskningsspørsmål 2: «Hvilke faktorer inngår i verdsettingen?» vil bli analysert etter følgende punkter:

- Lånets størrelse og tilbakebetalingstid
- Lånets opprinnelse
- Vintage (alder etter mislighold)
- Nedskrivings- og kapitaldekningsregelverket

Forskningsspørsmål 3: «Hvilken rolle spiller informasjonsassymetri for verdsettingen?» vil bli analysert etter følgende punkter:

- Informasjonsassymetri
- GDPR

Før jeg tar for meg resultatene rundt selve verdsettelsen av porteføljene, anser jeg det som relevant å presentere nøkkeltrinnene i kjøpsprosessen som fremkommer etter opplysninger fra R3. Selv om de øvrige informantene ikke gir like detaljerte beskrivelser av prosessen, er det likevel sannsynlig å anta at prosessen ser noenlunde lik ut for samtlige aktører, da de er kjøpere av porteføljer i samme homogene marked. Utsagn underveis i intervjuene støtter også opp om denne antagelsen. Det er verdt å nevne at prosessen beskrives i grove trekk, og individuelle forskjeller blant aktørene kan forekomme.



Figur 11: NPL investeringsprosess - nøkkeltrinn

Prosesen starter med å identifisere aktuelle porteføljekjøp. Før enhver investeringsprosess signeres en NDA (Non-disclosure agreement). En slik avtale skal sikre konfidensiell behandling av all informasjon som deles og benyttes under prosessen med å komme frem til et bud på porteføljen. Videre innhenter man nødvendig data og gjennomfører en analyse av innhentet datasett.

Som en del av analysen gjøres det en initial verdsetting. Her identifiseres også eventuelle risikoer knyttet til porteføljen. Basert på denne verdsettingen legges det frem et indikativt bud. Et indikativt bud er et bud som gis uten binding for å vise sin interesse for porteføljen og innlede forhandlingene med den selgende part. Videre gjennomføres en due diligence hvor man innhenter mer informasjon om porteføljen samt går igjennom selgende parts arbeid med kravene. Med tilstrekkelig informasjon tilgjengelig gjør man en siste analyse og verdsetting av porteføljen, hvor man fremlegger et siste bindende bud. Bankene opererer ofte med såkalte short-lister over hvilke kjøpere som er delaktige i en budprosess, hvor det er 3-4 aktuelle kjøpere med i budgivingen.

## 6.1 Verdssettelsesmetoder benyttet

Et av forskningsspørsmålene var: «Hvilke metoder benyttes for å verdsette usikrede forfalte låneporteføljer?». Jeg vil i dette delkapittelet svare på forskningsspørsmålet ved å presentere funnene fra analysen. Det gjøres rede for bruken av en diskontert kontantstrøm analyse, hvilken internrente som typisk benyttes og hvordan usikkerhet hensyntas. Deretter ser jeg på bruken av benchmark som en form for relativ verdsetting.

### 6.1.1 Diskontert kontantstrøm analyse

Samtlige respondenter oppgir at det benyttes en form for diskontert kontantstrøm analyse for å verdsette porteføljene.

*R1: «Vi gjør jo forskjellige scenarioanalyser så det er som regel ikke bare en forecast, men det forecastet som vi går for, det er riktig at den diskonterer vi med FCFF kalkulasjon.»*

*R2: «Det man bruker er jo historisk data [...] så basert på historisk kontantstrøm beregner man en forventet fremtidig kontantstrøm. [...] stort sett alt man kjøper så bygger man på at det er en forventet 15 års kontantstrømskurve man skal skissere opp.»*

Når porteføljen skal verdsettes skisseres det opp en 15 års kontantstrømskurve. 15 år blir oppgitt som en industristandard for verdsetting av usikrede banklån. Forventet fremtidig kontantstrøm beregnes ved å basere seg på historisk kontantstrøm. Med historisk kontantstrøm menes den kontantstrømmen porteføljen har generert frem til verdsettelsestidspunktet. De første årene av prognosen anses som relativt sikre, med økende grad av usikkerhet jo lenger ut i perioden man kommer.

DCF-metoden ble av Damodaran (2012) trukket frem som en av de mest sentrale verdsettelsesmetodene for finansielle eiendeler. Det er derfor ingen stor overraskelse at respondentene oppgir at det er denne metoden som danner grunnlaget for å verdsettelsen av porteføljene.

Ingen av respondentene benytter en terminalverdi, da det argumenteres for at kontantstrømmene vil tilnærme seg ubetydelig størrelse når man begynner å nærme slutten 15

års perioden. Et slikt resonnement er i tråd med løsningsgradskurven til Burkhard (2022) som viser at innfordringen er størst de første årene. Dette er også i tråd med Federal Trade Commission (Leibowitz et al., 2013) sine funn om at prisen på gjeld over 15 år er tilnærmet 0. Det er også en klar sammenheng med tidsverdien av penger, da kontantstrømmer 10-15 år frem i tid vil bli diskontert kraftigere.

### 6.1.2 Internrentemetoden (IRR)

Respondentene benytter internrentemetoden for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene:

*R2: «[...] så regner man nåverdien av den kontantstrømmen basert på den internrenten som man har som et krav i en investerings case. Og den varierer nok litt fra selskap til selskap, men jeg vil tippe at for de aller fleste så ligger den fra sånn høye en-sifrede prosenter, sånn 8-9 også kanskje opp til 12-13 %. Så der ligger nok de fleste estimatene.»*

Gitt at man har regnet seg frem til en forventet kontantstrøm, vil det ved internrentemetoden enten være pris eller internrenten som er residualen. Etersom respondentene allerede har et krav til hva internrenten bør være, vil det være prisen på porteføljen som er residual. Man regner seg altså frem til hva pris i år 0 må være for å oppnå ønsket internrente/avkastning på de prosjekterte kontantstrømmene. Ifølge R2 er det ikke uvanlig å benytte «målsøk» funksjonen i Excel for å finne pris i år 0. Selv om det er noen individuelle forskjeller, oppgir alle at de normalt benytter en internrente i intervallet 8 til 13 %. Hvis vi går tilbake til formelen fra kapittel 3.2.3, så kan vi se hvordan en kjøper kommer frem til riktig pris ved å løse formelen for den ukjente prisen  $-X$ , gitt at internrenten IRR og kontantstrømmen CF er kjent.

$$0 = -X + \frac{CF_1}{(1 + IRR)} + \frac{CF_2}{(1 + IRR)^2} + \frac{CF_3}{(1 + IRR)^3} + \dots + \frac{CF_{15}}{(1 + IRR)^{15}}$$

*R2: «Og hvis noen forteller deg at de driver med internrenter som er langt oppe på 20-tallet for eksempel, så kan jeg si at da har jeg ikke så veldig tro på det, da er det noe annet de driver med. For dette har blitt et ekstremt konkurranseutsatt marked de siste årene med mange aktører.»*

R2 mener høy konkurranse i markedet har bidratt til en lavere internrente. Dette kan forklare forskjellen på internrenten benyttet i det norske og det italienske markedet, hvorpå Ciavoliello et al. (2016) argumenterte for en internrente på 20% for italienske kjøpere av låneporteføljer. Som nevnt tidligere har Italia slitt med en stor andel misligholdte låne. Det kan tenkes at det er en større tilbudsside i det Italienske markedet, hvor investorene kan forvente en høyere avkastning på porteføljen.

### 6.1.3 Usikkerhet

Ifølge respondentene vil eventuelle usikkerheter knyttet til verdsettelsen bli hensyntatt i avkastningskravet.

*R1: «Hvis det er risiko så skal det hensyn tas i avkastningskravet. Så det kan jo være porteføljer som vi kjøper som vi er veldig usikre på eller som har større usikkerhet enn vanlig, og da diskonterer vi dem kraftigere, og lager fortsatt det forecastet vi tror på.»*

Der hvor Kaldestad & Møller (2016) argumenterte for at eventuelle usikkerheter bør hensyntas i kontantstrømprognosen, ser man altså at kjøpere av usikrede forfalte låneporteføljer hensyntar usikkerhet ved å benytte en høyere diskonteringsrente. Avkastningskravet i er i dette tilfellet internrenten.

*R2: «Vi gjør jo en god del vurderinger i forhold til den internrenten som vi setter på det, det gjør vi. Sånn at vi har gjerne en 5 scenarioer med ulike internrenter for å se på hva er liksom en spiselig internrente på dette prosjektet. Hva kan vi leve med. Som da reflekteres i pris selvfølgelig.»*

*R3: «[...] her kan vi jo sette inn ulik sensitivitet for ulike IRR. 13, 12, 11, 10. Da får vi jo lavere pris jo lavere IRR vi har»*

*R1: «Vi gjør jo forskjellige scenarioanalyser så det er som regel ikke bare en forecast»*

Videre oppgir samtlige respondenter at det benyttes scenarioanalyser i verdsettelsen, i tråd med Kaldestad & Møller (2016). Ifølge R2 og R3 gjøres det gjerne fire-fem ulike

scenarioanalyser for ulike internrenter. Hensikten med scenarioanalysen er å se hvordan ulike internrenter vil påvirke prisen på porteføljen.

#### 6.1.4 Relativ verdsetting/ Benchmark

R1: «Den som vinner i et slikt her game, det er ofte den som sitter på et mest relevant datasett for å fortelle hvordan [...] den selgende parts inkassoportefølje skal prestere. For da har du god informasjon, da kan du bygge gode prognoser både på kostnader og inntekter og alt mulig.»

For å kunne si noe hvilken kontantstrøm porteføljen vil generere i løpet av en 15 års periode er kjøper avhengig av tilstrekkelig relevant data for å kunne utvikle gode prognoser.

*R1: «Ofte er det litt knapphendig informasjon, og da må du berike den informasjonen med kunnskap. Og det du gjør da [...] det fins flere metoder for det; en er jo å bruke benchmarks, det er porteføljer som du allerede eier, der du lager en tilsvarende portefølje som stemmer overens med den du skal verdsette.»*

Benchmark-porteføljer var et av verktøyene som ble identifisert hos respondentene for å lage prognoser på forventet fremtidig kontantstrøm, i tråd med Rennie & Cowhey (1990). Der hvor historisk kontantstrøm ikke er tilstrekkelig for å lage gode nok prognoser, vil man benytte data fra en portefølje tilsvarende den som verdsettes. Man forsøker altså å estimere fremtidig prestasjon utover det som allerede er kjent. Benchmark-porteføljer er porteføljer som kjøper allerede har innfordret. Det kan altså se ut til at benchmarking benyttes som en form for relativ verdsetting (Damodaran, 2012).

*R3: «Ettersom vi da har to ulike porteføljer med samme type innhold som performer ganske likt, så kan vi egentlig bygge vår business-case deretter, der vi ser at ettersom de har performet såpass likt, så kommer vår vurdering til å bygge på at de performer på samme vis.»*

I uttalelsen til R3 ser man at de baserer seg på en antagelse om at porteføljen som verdsetter, vil ha samme løsningsgrad og fremtidige kontantstrømmer som den benchmark-porteføljen har hatt. Det vil også bli analysert hvorvidt man kan få til en

«uplift» utover det som estimeringen tilsier. Med «uplift» menes tiltak som kan gjøres for å øke innfordringen.

*R2: «Vi har veldig mye kontantstrøm data fordi vi er så stort inkassoselskap. Så det er jo klart vi bruker veldig mye det i våre verdsettelse, rett og slett fordi der har vi vår fordel. [...] det enkleste og mest plaine det er å fokusere på kontantstrøm, men det fordrer igjen at du har gode nok data til å gjøre det.»*

Ifølge R2 vil størrelsen på foretaket ha en sammenheng med hvor mye data man har for å kunne gjøre gode benchmark-analyser. Med å fokusere på kontantstrøm mener R2 den fysiske kontantstrømmen som kjøper har data på, kontra det å lage prediksjonsmodeller med fokus på sannsynlighetsberegning. Ifølge R2 kan det tenkes at mindre/nyere selskaper ikke har like mye tilgang til kontantstrøms data, og derfor vil være mer opptatt av å benytte prediksjonsmodeller for å beregne fremtidig kontantstrøm.

## 6.2 Viktige faktorer for verdsettingen

Et av forskningsspørsmålene var «Hvilke faktorer er viktige for verdsettingen?». I intervjuet med respondentene ble det trukket frem flere faktorer av betydning for verdsettingen. Jeg vil i dette delkapittelet presentere disse faktorene. Flere av faktorene går igjen fra de som ble presentert under tidligere forsknings-kapitelet. Jeg ser blant annet nærmere på lånets størrelse og tilbakebetalingstid, lånets opprinnelse og når lånet er utstedt, vintage, IFRS 9 og kapitaldekningsregelverket.

### 6.2.1 Lånets størrelse og tilbakebetalingstid

*R4: «De mindre balansebåndene (størrelsesintervall på lån) har jo en større løsningsgrad. Vi får en høyere verdi på de mindre balansebåndene, fordi de kreves jo inn raskere, og vi får inn pengene på et tidligere stadium. Da får jo de en høyere verdi enn de større som tar lengre tid, og vi ikke krever inn like mye på. [...] Er det en stor andel av porteføljen som ligger i det lille balansebåndet, så blir jo hele porteføljens verdi høyere, enn om de har en større tyngde mot de større balansebåndene»*

R2: «[...] mindre lån verdsettes høyere enn større lån. Det skyldes primært at du har bedre risikodiversifisering om du jobber med 10 personer som samlet skylder 500K sammenlignet med 1 person som skylder 500K alene»

Størrelsen på lånene i porteføljen som en viktig faktor for verdsettingen. Når en portefølje verdsettes, så verdsetter de hvert enkelt balanseband/intervall separat og sammenfatter verdsettingen til en blandet pris. Rent praktisk kan dette gjøres ved å segmentere de ulike lånene i grupper basert på størrelse. De grupperingene bestående av mindre lån gis en lavere risikovekt enn de større lånene, noe som resulterer i en høyere verdsetting. I Intervjuet med R4 fremkommer det at typiske intervaller for balansebandene er 0-100k, 100-200k, 300-400k og 400-500k for forbrukslån.

Det er vanskelig å si hvorvidt dette er en metode alle benytter, ettersom ikke alle informantene ga like detaljerte beskrivelser at hvordan dette utføres i praksis. Det er uansett ikke tvil om at lånets størrelse er en viktig faktor for verdsettingen av forfalte låneporteføljer og inkorporeres i en eller annen form for de respektive informantene.

Grunnen til at de mindre lånene blir verdsatt høyere enn større, er at større lån ofte tar lengre tid å innfordre enn flere små lån. Man ser altså at det er en sammenheng mellom tilbakebetalingstid og løsningsgrad. Dette er i tråd med funnene til Ciavoliello et al. (2016) og Betz et al. (2021) som begge trakk frem betydningen av tilbakebetalingstid. Funnene vedrørende størrelsen på lånene er en direkte motsetning til Beck et al. (2017) som mente at større lån vil verdsettes høyere enn små, da kjøpere vil legge mer innsats i å få løst disse kravene.

### 6.2.2 Lånets opprinnelse

En av faktorene som blir trukket frem som spesielt viktige for verdsettelsen av de forfalte låneporteføljene, er hvor lånet har sin opprinnelse. Med dette menes hvilken selger som har utstedt lånet og salgskanal benyttet:

*R3: «Nå kommer vi litt til det som er viktig for vurderingen. Det er jo hvilken type «origination», altså hvilken underwriting, hvilken kreditt-policy de som gir ut de her usikrede lånene har hatt. Det finnes jo litt mer useriøse ... jeg vet i Sverige så hadde vi*



*sånn der SMS-lån, og det er typisk dårlig underwriting. Og veldig god underwriting er jo ofte de tradisjonelle bankene som gir ut lån, som har et bedre scorekort. Så det har veldig mye å si på fremtidig forventet cashflow som vi kan få».*

*R1: «Vi gjør jo en vurdering av kreditt-policy og salgskanaler hos den selgende part. I grove trekk, hvis du har et produkt som er solgt via en bankfilial, en fysisk bank, versus noe som er solgt på togstasjon, så er det forskjellig kvalitet i hvordan de presterer, selv om de kanskje har samme kredittmodell i bunn, så tiltrekker de seg forskjellige kundegrupper som gjør at performance kanskje kan bli litt forskjellig.»*

Det fremkommer at noen selgere har en så dårlig kredittpolicy, at investorene avstår fra å kjøpe lån av slike aktører. Ifølge R3 har selgers kredittpolicy mye å si for forventet fremtidig kontantstrøm. De tradisjonelle bankene blir trukket frem som eksempel på aktører med god kredittpolicy. I det ekstreme tilfellet viser R3 til lån utstedt via SMS som eksempel på dårlig kredittpolicy.

R1 oppgir salgskanal benyttet av opprinnelig kreditor som betydningsfull, da det tiltrekker ulike kundegrupper. Det kan tolkes dit at selgere som henvender seg til kunder gjennom mer seriøse salgskanaler, vil tiltrekke seg kundegrupper som gjør at porteføljen vil prestere bedre, og følgelig være av bedre kvalitet.

*R2: «Vi hadde f.eks. en periode mellom 2016 og 2019 hvor det kom veldig mange nye aktører inn i det markedet for forbruksfinansiering, som antakelig medførte at kvaliteten på gjennomsnittskunden gikk betydelig ned. Sånn at, når vi da la til grunn ordentlig gamle porteføljer, som vi hadde hatt lenge, fikk vi erfaring med at de presterte og presterer bedre enn de som var litt nyere. Og så fra 2019 fikk vi både et gjeldsregister og en ny forskrift rundt godt kreditthåndtverk i forbindelse med innvilgelse av forbrukskreditter.»*

Perioden mellom 2016 og 2019 blir oppgitt som en periode hvor kredittpolicyen muligens har vært dårligere enn hva den er i dag. Grunnet gjeldsregisteret (Barne- og familiedepartementet, 2019) og forskriften om finansforetaks utlånspraksis (Finanstilsynet, 2019) som stiller krav til kredittvurderingen, ser man at porteføljene fra 2019 og utover begynner å ta seg opp i kvalitet og presterer bedre. Dette er i tråd med funnene til Poppe & Skuland (2021) som hevder at

gjeldsregisteret har ført til at kundemassen til forbrukslånsbankene fremstår som mer «high-end».

### 6.2.3 Vintage (alder etter mislighold)

Flere av respondentene oppgir vintage som en viktig faktor for porteføljens verdi.

*R3: «Så har vi også alder på ærendene (portefølje), som for det meste er selvforklarende. Det er jo det at, kjøper vi en ærende som er eldre, så har man jo gjerne collected veldig mye på det, og avsluttet en rekke saker ettersom det var de lette å løse. Jo lenger man er ute i den her løsningsgradskurven, desto større survival-bias er det, for da er det jo sånne som har overlevd og ikke blitt helt løst som ligger igjen. Så det blir ofte dårligere jo eldre de er, ganske forklarende. Og vi vil oftest iallfall kjøpe så tidlig som mulig i prosessen. Det er jo klart, prisen blir jo mye høyere, men samtidig da har vi kontroll også på hva som er gjort i porteføljen. Så derfor foretrekker vi jo kanskje litt mer forward-flows enn one-offs.»*

Hvor lenge et lån har vært misligholdt (vintage) trekkes frem som en avgjørende faktor for verdien spesielt i tilfeller hvor foreldelse kan forkorte den økonomiske levetiden til kravet. Av den grunn er det ønskelig å kjøpe porteføljer så tidlig som mulig etter mislighold. Videre kan ønsket om å kjøpe porteføljene så tidlig som mulig sees på som ønskelig av den grunn at man som kjøper ønsker å ha mest mulig informasjon om hvordan lånet har prestert i forkant av kjøp.

Utsagnet til R3 kan sees i sammenheng med resultatene til Federal Trade Commission, som hevdet at eldre gjeld ble solgt for betydelig lavere summer enn nyere gjeld (Leibowitz et al., 2013). FTC begrunnet dette med at skyldnere er mindre villig eller i stand til å betale ettersom tiden går. Selv om respondentene ikke oppgir nøyaktig samme grunn, vil det være rimelig å anta at lavere betalingsvilje eller evne går inn under samme survival-bias som R3 nevner i sitt utsagn. Respondentene oppgir videre at flesteparten av inkassosakene løses tidlig. Av den grunn, og sett i lys av betydningen av vintage, foretrekker respondentene forward-flow avtaler. Forward-flow avtaler består som nevnt av løpende overdragelse av nylig misligholdte inkassosaker, og man vil i større grad unngå et slikt survival-bias som rammer one-offs.

#### 6.2.4 Nedskrivings- og kapitaldekningsregelverket

Regnskapsregler (IFRS 9) og regulatoriske krav fra finanstilsynet trekkes frem av informantene som en påvirkende faktor for salg av porteføljer og kvaliteten på porteføljene.

*R2: «Ja altså, hehe, vi har vel merket oss at man ønsker å selge det så tidlig så mulig. Før så var det veldig populært å la ting ligge en god stund på inkasso før man solgte det. Nå er det egentlig sånn at, jeg tror de fleste bankene drømmer om å få det ut av balansen sin så fort som mulig.»*

Ifølge R2 har kjøperne etter overgangen fra IAS 39 til IFRS 9 opplevd en endring i form av at bankene selger porteføljene på et tidligere tidspunkt. Dette kan sees i sammenheng med den endringen av når lånene klassifiseres som mislighold. Bankene har etter IFRS 9 opplevd at en større andel av porteføljene klassifiseres som misligholdt, og ønsker å selge disse for å unngå å ta porteføljene inn i balansen.

*R2: «Det har veldig mye med bankenes kapitalkrav å gjøre som gjør at de pusher det ut så tidlig som mulig, for å slippe å måtte ta disse tingene inn på balansen sin. Så ja, vi har merket en forskjell på det.»*

Som det fremkommer opplever aktørene en endring i form av tidligere salg. Hvor lenge porteføljen har vært misligholdt (vintage) har allerede blitt trukket frem som et viktig moment, da porteføljer solgt på et tidligere stadium vil bli verdsatt høyere. Det er derfor naturlig å anta at IFRS 9 kan ha hatt en positiv effekt på porteføljenes verdi. Dette funnet er i tråd med funnene til Pauer & Pichler (2021) som viste at banker selger misligholdte lån som de ellers ville beholdt grunnet nedskrivingsregelverket.

På spørsmål om hvorvidt dette skaper et bedre marked for kjøp av porteføljer viser R2 til et interessant aspekt. Kapitaldekningsregelverket blir nevnt som en av grunnene til at bankene ikke ønsker å ta de forfalte låneporteføljene inn i balansen. Ved mislighold vil bankene måtte sette av kapital i henhold til kapitaldekningsregelverket. Som nevnt i kapittel 3 er kjøpere av porteføljer rammet av samme regelverk som bankenes kapitaldekningskrav. Dette blir av R2 trukket frem som en særnorsk konkurranseulempe, da kjøpere ser seg nødt til å ha store mengder kapital satt til side for å tilfredsstille kapitaldekningskravet.

### 6.3 Informasjonsassymetri

Informasjonsassymetri er en situasjon hvor informasjonsdelingen mellom to parter er skjev, og blir av respondentene nevnt som en viktig faktor.

R3: «Får vi ikke tilstrekkelig data så kan vi liksom heller ikke gi riktige bud på porteføljen. Det sier seg selv. Og jo mer informasjon vi får, desto lavere risk, og desto høyere pris kan vi tilby. Så dersom vi får lite informasjon, blir det høy risk, og lavere pris. Så da pleier man ofte å få mer informasjon, for de vil jo alltid ha så høy pris som mulig, de som selger.

R1 på spørsmål om hvordan de sikrer tilstrekkelig informasjonsdeling mellom selger og kjøper:

R1: «[...] det har skjedd at vi har gått bort fra prosesser fordi informasjonen er mangelfull, at det er for lite informasjon for at vi skal være komfortable. Men det er en grensegang mellom det å øke avkastningskravet og det å si nei takk. Det er jo i den selgende parts interesse som regel, at man får gjøre så gode verdsettelse som mulig. Og du skjønner jo godt hvilket argument vi bruker da, ikke sant, at risikopremien går jo ned jo mer informasjon vi får. Og da bør jo det bety at du får mer betalt.»

Informantene peker på tilgjengelig informasjon som en viktig faktor. Dersom kjøper har for lite informasjon vil dette gjenspeiles i avkastningskravet som benyttes for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Kontantstrømmene neddiskonteres med et høyere avkastningskrav ettersom lite informasjon medfører en høyere risiko. I noen tilfeller vil også utilstrekkelig informasjon resultere i at kjøper trekker seg fra prosessen. Som både R3 og R2 poengterer er tilstrekkelig informasjonsdeling ønskelig for begge parter, da selger får en høyere pris for porteføljen, og kjøper minimerer risiko.

R2: «[navn på «eget» selskap], og sånn er det nok med mange av de andre aktørene også, ønsker jo å kjøpe de sakene som ligger til behandling hos en selv, i valget mellom det og de sakene som ligger hos en annen aktør.»

Som det fremkommer av sitatet fra R2 ovenfor ønsker sannsynligvis de fleste aktører å kjøpe porteføljer som de selv har hatt til innfordring. Kjøper vil da besitte informasjon om hvordan

porteføljene tidligere har prestert i form av generert kontantstrøm frem til verdsettelsestidspunkt, og derfor tildeles en lavere risikopremie. Som nevnt i kapitlet om diskontert kontantstrøm analyse er kontantstrøm frem til verdsettelse en viktig input for videre prognose. Funnene er i tråd med tidligere forskning av Kriebel & Yam (2020), Drozd & Serrano-Padial (2017) og Fedaseyeu & Hunt (2014) som fant at informasjon samlet inn ved tredjepartsinnkreving spiller en viktig rolle for å gjøre forutsigelser om tilbakebetaling og behandle informasjon om skyldnere.

Ved å kjøpe porteføljer som selskapet selv har hatt til innfordring vil de også få verdifull kunnskap om hvordan porteføljen er forsøkt innfordret. Det vil eksempelvis være nyttig å vite noe om hvor mye tid som er brukt for å jobbe med sakene fra mislighold frem til porteføljen verdsettes. Informasjon omkring tid brukt til innfordring vil si noe om hvor store kapitalutgifter kjøper vil måtte påberegne for videre innfordring. Ut ifra informantenes utsagn kan man stille spørsmålet om det ikke bare foreligger en informasjonsasymmetri mellom kjøper og selger, men også mellom kjøperne. Det virker rimelig å anta at den som har hatt porteføljen til innfordring vil ha mer verdifull informasjon enn de andre kjøperne.

Akerlof (1970) portretterer i sin artikkel et marked som i stor grad kan sammenlignes med markedet for forfalte låneporteføljer, hvor selger er bedre informert enn kjøperen om kvaliteten til det som selges. Denne informasjonsasymmetrien er noe samtlige respondenter opplyser at de i størst mulig grad forsøker å eliminere gjennom tilstrekkelig due diligence. Dette er i tråd med den Europeiske sentralbankens (Fell et al., 2017) retningslinjer for å overkomme problemer knyttet til informasjonsasymmetri i NPL-markedet.

### 6.3.1 Personvernforordningen (GDPR)

Den selgende part vil stille nødvendig data til rådighet for kjøper, uten å bryte med personvernbestemmelsene. Et slikt datamaterialet overleveres gjerne i en Excel-fil hvor profilene er pseudonymisert. Med pseudonymisering mener man at datamaterialet ikke kan identifisere skyldnerne. Retningslinjer i henhold til personvernforordningen hindrer den kjøpende part fra å forespørre personlig data om den enkelte skyldner, noe R2 nevner i sitt intervju:

*R2: «Vi har jo ikke tilgang til de kredittopplysningsdataen som banken la til grunn på det tidspunktet hvor kreditten ble innvilget. Det hadde jo selvfølgelig vært veldig interessant, for da hadde vi jo visst noe om hvordan banken tenkte og hvilken appetitt de hadde på risiko da. Men det får ikke vi, og det skal ikke vi ha tilgang på heller.»*

R1 konstaterer også at de ikke benyttes personlig datamateriale i verdsettingen grunnet personvern:

*R1: ... det er også litt begrenset med informasjon som det er mulig for oss å innhente på individnivå, for vi har ikke nødvendigvis et behandlingsgrunnlag å berike hver enkelt privatperson i porteføljen med informasjon, rett og slett fordi det har vi ikke lov til.*

Ifølge R1 kunne det vært interessant og undersøkt skyldners kredittopplysninger som ble lagt til grunn da kreditten ble innvilget. Grunnet GDPR vil ikke dette være mulig, noe R2 bekrefter. Det kan tenkes at det å undersøke skyldners kredittopplysninger ved innvilgelse av kreditt kunne fungert som en måte å kvalitetssikre hvorvidt den selgende part har innvilget kreditt i henhold til egen kredittpolicy. Det kan tenkes at det å få en bedre forståelse av hvilket datagrunnlag banken la til grunn ville bidratt til å redusere informasjonsassymetrien mellom kjøper og selger. Således kan personvernforordningen bidra til økt informasjonsassymetri mellom kjøper og selger.

## 7. Oppsummering og videre forskning

Jeg vil i dette kapitlet oppsummere resultatene fra forrige kapittel, sett opp mot forskningsspørsmålene. Avslutningsvis vil jeg legge frem forslag for videre forskning.

### 7.1 Oppsummering

Formålet med denne avhandlingen har vært å undersøke hvordan usikrede forfalte låneporteføljer verdsettes i praksis. Jeg har gjennom arbeidet med avhandlingen søkt å finne svar på følgende problemstilling:

*«Hvordan verdsettes usikrede forfalte låneporteføljer i forkant av kjøp?»*

#### **Forskningsspørsmål 1: Hvilke metoder benyttes for å verdsette usikre forfalte låneporteføljer i forkant av kjøp?**

Resultatet fra intervjuene gir en indikasjon på at en diskontert kontantstrømanalyse danner grunnlaget for å verdsette porteføljenes kontantstrøm. Fremtidig kontantstrøm blir beregnet basert på historisk kontantstrøm, altså hva porteføljene har generert av kontantstrøm frem til verdsettelsestidspunktet. Relativ verdsetting blir i flere tilfeller benyttet for å supplere DCF-metoden som et verktøy for å beregne fremtidig kontantstrøm, i form av benchmarking. Porteføljene som benyttes som benchmarking er porteføljer med tilsvarende karakteristikk som den aktuelle porteføljen som verdsettes. Man baserer seg på at porteføljen som verdsettes vil yte på tilsvarende vis i form av tilbakebetalingsgrad. Eventuelle usikkerheter knyttet til fremtidig kontantstrøm blir hensyntatt i avkastningskravet.

Internrentemetoden benyttes for å neddiskontere kontantstrømmene. Internrenten fastsettes av styrets rammer for hva akseptabel avkastning på porteføljen vil være innen et gitt intervall. Internrenten benyttet er avhengig av ulike faktorer, blant annet informasjon og kunnskap om den selgende part. Utvalget indikerer at kjøpere av usikrede forfalte låneporteføljer i det norske markedet benytter en internrente i størrelsesintervallet 8-13 %. Videre kjøres det scenarioanalyser for å se hvordan ulike internrenter påvirker prisen, og hvilke konsekvenser det måtte ha.

## **Forskningsspørsmål 2: Hvilke faktorer inngår i verdsettingen?**

Det ble avdekket en rekke faktorer av betydning for verdsettingen. Hvor lang tid det tar fra lånet misligholdes til beløpet er innfordret ble av informantene oppgitt som en viktig faktor for verdsettelsen av porteføljen som helhet. I denne sammenheng fremkom det at porteføljens sammensetning av ulik størrelse på lånene var avgjørende for tilbakebetalingstid. Av den grunn vil mindre lån bli verdsatt høyere enn større lån.

Kjøperen vurderer også hvor lånet har sin opprinnelse. Det fremkommer at selgere kan ha ulik kredittpolicy, som kan være avgjørende for kvaliteten på porteføljen som selges. Hvilken salgskanal selgeren har benyttet blir også hensyntatt av samme resonnement. I sammenheng med kredittpolicy, fremkom det at perioden før gjeldsregisteret var preget av dårligere kredittpolicy, og således dårligere kvalitet på porteføljene. Av den grunn vil man kunne se at porteføljer fra etter 2019 verdsettes høyere.

Kjøpere av usikrede forfalte låneporteføljer merker seg at nedskrivings- og kapitaldekningsregelverket spiller en rolle i den samlede verdien av porteføljen. Overgangen fra IAS 39 til IFRS 9 medføre at bankene måtte sette av mer til tap basert på forventet tap. Som en følge av dette selges porteføljene tidligere enn hva de har gjort ført. Dette kan sees i sammenheng med betydningen av vintage, og tolkes dit at det har hatt en positiv effekt på porteføljenes verdi. Det faktum at kjøpere også rammes av kapitaldekningsregelverket trekkes frem som en særnorsk konkurranseulempe.

## **Forskningsspørsmål 3: Informasjonsassymetri**

På forskningsspørsmålet omkring informasjonsassymetri ble det avdekket flere asymmetrier. En av informasjonsasymmetriene er den som finner sted mellom selger og kjøper. Dersom kjøper ikke har tilstrekkelig eller tilfredsstillende informasjon, vil avkastningskravet økes. Dette vil i sin tur gi en lavere prising av porteføljen, og et større tap for banken som selger. Man ser altså at selger vil kunne oppnå en høyere salgspris ved å oppgi tilstrekkelig informasjon til kjøper. Selger vil ha incitament til å gi mest mulig info, men personvernforordningen setter sine begrensninger. Innføringen av disse reglene har antagelig ført til økt informasjonsassymetri.



Videre ble det avdekket en informasjonsasymmetri mellom kjøperne. I tilfeller hvor en av kjøperne har hatt porteføljen til tredjepartsinnkreving, vil de besitte verdifull informasjon rundt innfordringsprosessen som de andre kjøperne ikke har tilgang til eller nødvendigvis kan verifisere. Av den grunn ønsker de fleste aktører å kjøpe porteføljer de selv har hatt til innfordring.

## 7.2 Videre forskning

Det har vært interessant og lærerikt å undersøke hvordan usikrede forfalte låneporteføljer verdsettes i praksis. Avhandlingen gir en dypere forståelse av hvilke metoder som benyttes og hvilke faktorer som er avgjørende for verdsettelsesprosessen. Av videre forskning kunne det vært interessant å gjennomføre en historisk analyse av endelig utfall opp mot både metoden og faktorene som vektlegges. Med andre ord vil det være interessant å undersøke hvorvidt verdsettingen faktisk gir en god indikasjon på fremtidig kontantstrøm.

Dette kunne blitt gjort ved å undersøke hvor mye aktørene faktisk har klart å innfordre på den opprinnelige 15-års perioden som ble skissert ved verdsettelse i forkant av kjøp. Dette vil dog være tidkrevende, og muligens mer utfordrende i den grad at det krever tilgang til informasjon som aktører muligens vil være tilbakeholdne med å utlevere.

Et annet alternativ er å undersøke hvordan de ulike aktørene i markedet foretar nedskrivninger av porteføljene etter kjøp, for å gi en indikasjon på hvor treffsikker verdsettelsen har vært. Dersom noen aktører i større grad foretar ofte og store nedskrivninger av porteføljene etter kjøp, kan dette være en indikasjon på hvorvidt opprinnelig verdsettelse har gitt et tilfredsstillende resultat.

Videre har samtlige respondenter i denne undersøkelsen arbeidet for store aktører innen markedet for kjøp av forfalte låneporteføljer. Som nevnt i tidligere kapittel vil de derfor ha tilgang til store mengder kontantstrøm data fra tidligere porteføljekjøp som kan benyttes som input i en diskontert kontantstrøm analyse. Det kunne vært interessant og undersøkt hvordan mindre og/eller nye aktører verdsetter porteføljene. Det kan tenkes, slik R2 va inne på, at de benytter prediksjonsmodeller med fokus på sannsynlighetsberegning i større grad enn de store aktørene da de har mindre kontantstrøm data tilgjengelig.

Ingen av informantene benytter makroøkonomiske faktorer direkte i verdsettingen. Noe av tidligere forskning har indikert at faktorer som arbeidsledighet og styringsrenten er viktige forklaringsvariabler for misligholdt gjeld. Det ville vært interessant å teste hvorvidt det er en sammenheng mellom noen av faktorene identifisert i denne studien, og makroøkonomiske faktorer. Dette kunne eksempelvis vært gjort ved å gjennomføre en regresjonsanalyse for å undersøke hvorvidt de makroøkonomiske faktorene har en forklaringskraft for faktorene av betydning for verdsettingen.

Når det kommer til informasjonsassymetri ble det avdekket en asymmetri mellom kjøperne i budrunder hvor en av kjøperne har hatt porteføljene til inndriving før kjøp. I denne sammenheng ville det vært interessant å undersøke fra bankenes perspektiv, hvorvidt selger i utgangspunktet ønsker å selge porteføljen til det foretaket som har porteføljene til tredjepartsinnkreving. Kan det hende at selgeren egentlig har intensjon om å selge til det inkassoselskapet som allerede har disse fordringene, men vil bare kontrollere at vedkommende ikke er for grådig, og derfor har en short-list over forhandlere? Det kunne også vært interessant og undersøkt enda mer inngående hvilken innvirkning GDPR har hatt på informasjonsutvekslingen mellom selger og kjøper.

## Litteraturliste

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.  
doi:10.2307/1879431
- Andersen, B. (1999). Industrial benchmarking for competitive advantage. *Human Systems Management*, 18(3), 287-296. doi:10.3233/HSM-1999-183-413
- Andersen, E., & Anfinsen, O. (2018). *Før og etter IFRS 9 – en analyse av norske banker*. Retrieved from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/ifrs9-en-undersokelse-av-norske-banker.pdf>
- ArntzenDeBesche. (2019). Nyhetsbrev - Kapitaldekning av forward flow-avtaler - Finanstilsynet med presiseringer. Retrieved from Nyhetsbrev - Kapitaldekning av forward flow-avtaler - Finanstilsynet med presiseringer
- Gjeldsinformasjonsloven, (2019).
- Beck, T., Grunert, J., Neus, W., & Walter, A. (2017). What Determines Collection Rates of Debt Collection Agencies? *The Financial review (Buffalo, N.Y.)*, 52(2), 259-279.  
doi:10.1111/fire.12131
- Betz, J., Kellner, R., & Rösch, D. (2021). Time matters: How default resolution times impact final loss rates. *Journal of the Royal Statistical Society Series C*, 70(3), 619-644.  
Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:jorssc:v:70:y:2021:i:3:p:619-644>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Brealey, R. A. (2020). *Principles of corporate finance* (Thirteenth edition. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Burkhard, H. (2022). *Valuation of Non-Performing Loans: Calibration of unsecured recovery curves*. Retrieved from [https://cms.nplmarkets.com/uploads/NPL\\_Markets\\_Unsecured\\_recovery\\_curves\\_51a3329a0b.pdf](https://cms.nplmarkets.com/uploads/NPL_Markets_Unsecured_recovery_curves_51a3329a0b.pdf)
- Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Norli, Ø. (2017). *Finans : teori og praksis*. Bergen: Fagbokforl.

Ciavoliello, L., Chiocchetta, F., Conti, F. M., Guida, I., Rendina, A., & Santini, G. (2016). What's the value of NPLs? *Notes on Financial Stability and Supervision, No. 3*.

Creswell, J. W., & Poth, C. N. (2018). *Qualitative inquiry & research design : choosing among five approaches* (4th ed. ed.). Los Angeles: SAGE Publications.

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance*(2nd ed. ed.).

Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block* . Retrieved from

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. Aufl. ed.). New York: New York: Wiley.

Damodaran, A. (2020). *VALUATION: APPROACHES & DISCOUNTED CASH FLOW MODELS*.

Om personopplysningsloven med forordning og når den gjelder, (2022).

Drozd, L. A., & Serrano-Padial, R. (2017). Modeling the Revolving Revolution: The Debt Collection Channel. *American Economic Review*, 107(3), 897-930. doi:10.1257/aer.20131029

European Commission. (2022). What is an SME? Retrieved from [https://ec.europa.eu/growth/smes/sme-definition\\_en](https://ec.europa.eu/growth/smes/sme-definition_en)

Fedaseyeu, V., & Hunt, R. (2014). The Economics of Debt Collection: Enforcement of Consumer Credit Contracts. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2411056

Fell, J., Grodzicki, M., Krušec, D., Martin, R., Edward, & O'Brien. (2017). Overcoming non-performing loan market failures with transaction platforms. *Financial Stability Review November 2017 - Special features*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.sfafinancialstabilityreview201711.en.pdf>

Finanstilsynet. (2018). Kapitalkrav for kjøper av misligholdte lån. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2018/kapitalkrav-for-kjoper-av-misligholdte-lan/>

- Finanstilsynet. (2019). *Krav til finansforetakenes utlånspraksis for forbrukslån*. (5/2019). Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2019/krav-til-finansforetakenes-utlanspraksis-for-forbrukslan/>
- Finanstilsynet. (2020a). Identifisering av misleghaldne engasjement. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2020/identifisering-av-misleghaldne-engasjement/>
- Finanstilsynet. (2020b). Kapitaldekning [Press release]. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning>
- Finanstilsynet. (2020c). *Utviklingen i forbruksgjeld*. Retrieved from [https://www.finanstilsynet.no/contentassets/fa2c66c4edab430186b90fe1ec743c34/utviklingen-i-forbruksgjeld\\_2020.pdf](https://www.finanstilsynet.no/contentassets/fa2c66c4edab430186b90fe1ec743c34/utviklingen-i-forbruksgjeld_2020.pdf)
- Finanstilsynet. (2021a). Ansvarlig kapital. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning/ansvarlig-kapital/>
- Finanstilsynet. (2021b). Redusert utlånsvolum og fortsatt høy andel misligholdte forbrukslån. Flere inkassosaker knyttet til forbruksgjeld, og økt andel eldre krav. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/reduisert-utlansvolum-og-fortsatt-hoy-andel-misligholdte-forbrukslan.-flere-inkassosaker-knyttet-til/>
- Finanstilsynet. (2021c). *Utviklingen i forbruksgjeld*. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/0a64579c55254929bebcf3a8957bfd36/utviklingen-i-forbruksgjeld-oktober-2021.pdf>
- Finanstilsynet. (2022). *Banker og annen finansieringsvirksomhet*. Retrieved from <https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/arsrapport/arsrapport-2021/rapporter-fra-tilsynsomradene-for-2021/banker-og-annen-finansieringsvirksomhet/#>
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest : as determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*. New York: Macmillan Co.
- Hayes, A. (2021). Reserve Price. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/r/reserve-price.asp>
- Hublot, T. (2017). The Value Italian Non-Performing Loans. Retrieved from <https://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=29943>

- Intrum. (2019). *European Payment Report 2019*. Retrieved from <https://www.intrum.no/media/5869/intrum-epr-2019.pdf>
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (3. utg. ed.). Oslo: Abstrakt forl.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. utgave. ed.). Oslo: Abstrakt forlag.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. ed.). Bergen: Fagbokforl.
- Kenton, W. (2020). Merton Model Definition. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/m/mertonmodel.asp>
- King, N., & Horrocks, C. (2010). *Interviews in qualitative research*. London: Sage.
- Kriebel, J., & Yam, K. (2020). Forecasting recoveries in debt collection: Debt collectors and information production. *European Financial Management*, 26(3), 537-559. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:bla:eufman:v:26:y:2020:i:3:p:537-559>
- Leibowitz, J., Ramirez, E., Brill, J., Ohlhausen, M., & Wright, J. (2013). *The Structure and Practices of the Debt Buying Industry*. Retrieved from <https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/reports/structure-and-practices-debt-buying-industry/debtbuyingreport.pdf>
- NHO. (2022). Fakta om små og mellomstore bedrifter (SMB). Retrieved from <https://www.nho.no/tema/sma-og-mellomstore-bedrifter/artikler/sma-og-mellomstore-bedrifter-smb/>
- Nilssen, S. S. (2021, 29.06). Selger misligholdte lån til milliardbeløp. *Finansavisen*. Retrieved from <https://finansavisen.no/nyheter/bank/2021/06/29/7697238/selger-misligholdte-lan-til-milliardbelop>
- NorgesBank. (2017). Innføring av IFRS9: Norges Bank.
- Pauer, F., & Pichler, S. (2021). Sell or Hold? On the Value of Non Performing Loans and Mandatory Write-Off Rules. 40. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3705251>

- Poppe, C., & Skuland, S. (2021). *Virker gjeldsregistrene? Bankenes erfaringer med og holdninger til gjeldsinformasjonsforetak* (8). Retrieved from <https://oda.oslomet.no/oda-xmlui/bitstream/handle/11250/2771837/SIFO-Rapport%208-2021%20Virker%20gjeldsregistrene.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- PwC. (2021). *Risikopremien i det norske markedet*. Retrieved from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>
- Regjeringen.no. (2019). Endringer i bankenes kapitalkrav fra utgangen av 2020. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-bankenes-kapitalkrav-fra-utgangen-av-2020/id2682169/>
- Lov om årsregnskap m.v., LOV-1998-07-17-56 C.F.R. (1998).
- Rennie, E. P., & Cowhey, T. J. (1990). The Successful Use of Benchmark Portfolios: A Case Study. *Financial Analysts Journal*, 46(5), 18-26. Retrieved from <https://ezproxy.usn.no/login?url=https://www.jstor.org/stable/4479361>
- Scallan, G. (1998). *BAD DEBT PROJECTION MODELS*. Retrieved from Scoreplus.com: <https://www.scoreplus.com/assets/files/008.pdf>
- Scardovi, C. (2016). *Holistic Active Management of Non-Performing Loans*(1st ed. 2016. ed.).
- Tilloca, D. (2018). A risk-neutral approach for the valuation of NPLs. 26. doi:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2996565>
- Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Cambridge, Mass.: Harvard Univ. Pr.

## Vedlegg

### Vedlegg 1

#### Intervjuguide

*Tema: «Verdsetting av usikrede forfalte låneporteføljer»*

*Tid:*

*Dato:*

Jeg vil i dette intervjuet stille deg en rekke åpne spørsmål. Du står selv fritt til å avstå fra å svare på enkelte spørsmål. Intervjuet vil bli tatt opptak av, hvorpå transkribering blir gjort fortløpende etter endt intervju. Dataene behandles konfidensielt, og du vil ikke kunne identifiseres. Kun sensor vil ha tilgang til hvem som er informanter. Etter sensur er forfalt, vil tilhørende opptak og transkribering slettes.

#### **Spørsmål:**

- **Åpningsspørsmål**
  1. Kan du beskrive hva dine arbeidsoppgaver går ut på?
  2. Hvor lenge har du jobbet med verdsetting av forfalte låneporteføljer?
  
- **Hvilke verdsettelsesmetoder benyttes for å verdsette forfalte låneporteføljer?**
  3. Kan du beskrive verdsettingsprosessen i overordnede trekk?
  4. I hvilken grad og hvordan benyttes en diskontert kontantstrøm analyse?
  5. Hvordan fastsetter dere diskonteringsrenten for kontantstrømmene?
    - Hva benytter dere som risikofri rente?
  6. Dersom andre verdsettingsmetoder benyttes, hvordan benyttes disse (opsjonsprising, relativ verdsetting)?



- **Hva er hoveddriverne bak verdsettingen?**

7. Hvordan påvirker tilbakebetalingstid (recovery-time) verdsettingen?
8. Hvordan fastsetter dere tilbakebetalingstid (recovery-time) ved diskontering av kontantstrømmene?
9. Hvordan benyttes data fra tidligere kjøpte porteføljer i verdsettingsprosessen?
10. Hvordan påvirker kredittrisiko verdsettingen?
12. Hvordan måles kredittrisiko for misligholdte låneporteføljer?
11. Hvordan beregner dere forventet tap på porteføljen?
  - Statistisk snitt basert på tidligere data/porteføljer?
  - Varierende forventninger for hver enkelt portefølje?
  - Blir det oppgitt av selgende part?

- **Hvordan vurdere og/validere dere de ulike driverne bak verdsettingen?**

13. Hvordan modellerer dere for usikkerheten knyttet til verdsettingen?  
kontantstrømmene/tilbakebetalingsgrad, diskonteringsrente?  
arbeidsledighet? Økt styringsrente?
14. Brukes en form for Monte Carlo simulering?

- **Hvordan møtes utfordringer knyttet til informasjonsassymetri?**

15. Hvordan sikrer dere tilstrekkelig deling av informasjon knyttet til skyldneres kredittverdighet og økonomiske situasjon?
16. Hvilke faktorer påvirker forhandlinger og prising?
17. Hvordan sikrer dere tilstrekkelig deling av informasjon knyttet til skyldneres kredittverdighet og økonomiske situasjon?
18. Hvordan håndteres partenes tillitt i prosessen før og etter salg/kjøp?

- **Avsluttende spørsmål**

19. Har du noen øvrige kommentarer eller noe du ønsker å tilføye som du mener vi ikke har fått dekket?