



NORGES BANK

**2017**

**DET NORSKE  
FINANSIELLE SYSTEMET**

EN OVERSIKT

# Utvalgte nøkkeltall – Det norske finansielle systemet



**BNP**  
(Bruttonasjonalprodukt)  
3 112 mrd

**BNP**  
Fastlands-Norge  
2 715 mrd



**Statens**  
pensjonsfond utland  
(Oljefondet)

7 510 mrd



**Kontanter som andel**  
av betalingsmidler

2,5 %



**Forsikringsforetakenes**  
forvaltningskapital

1 526 mrd



**Gjennomsnittlig daglig**  
omsetning i valutamarkedet

333 mrd



**Antall**  
banker

137



Utlån fra finansforetak  
til kunder

4 784 mrd



Utestående i  
obligasjonsmarkedet

1 862 mrd



Oslo Børs  
verdi av aksjer

2 208 mrd



Innskudd  
i bankene

2 308 mrd



Korttransaksjoner  
per innbygger per år

417



Forbrukslån

15 %  
vekst

1 = 2.84 M.Cap = 14,344,414 M

# Det norske finansielle systemet

## Norges Bank

Adresse: Bankplassen 2  
Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
Telefon: 22316000  
Telefaks: 22413105  
E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)  
Internett: <http://www.norges-bank.no>

ISSN 1894-0227 (online)  
ISBN 978-82-7553-985-2 (online)

# Innhold

<b>FORORD OG LESEVEILEDNING</b>	<b>8</b>
<b>DET FINANSIELLE SYSTEMET</b>	<b>9</b>
Det finansielle systemets hovedoppgaver	10
Gi personer og bedrifter muligheter til å låne og spare	10
Gjennomføre betalinger	12
Håndtere risiko	13
<b>Boks:</b> Hva er penger?	13
Nye trekk ved det norske finansielle systemet	14
Tilsyn med og regulering av det finansielle systemet	15
<b>Boks:</b> Risikoer i det finansielle systemet	15
Internasjonalt samarbeid	16
<b>1 FINANSMARKEDENE</b>	<b>18</b>
<b>Boks:</b> Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC	18
1.1 Pengemarkedet	19
<b>Boks:</b> Likviditet	19
1.1.1 Aktører i pengemarkedet	20
1.1.2 Usikrede pengemarkedsinstrumenter	20
<b>Boks:</b> Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten	21
1.1.3 Certifikater og statskasseveksler	22
1.1.4 Sikrede pengemarkedsinstrumenter	22
1.1.5 Referanserenter i pengemarkedet	23
<b>Boks:</b> Derivater	24
1.1.6 Markedet for rentederivater	25
1.2 Obligasjonsmarkedet	26
1.2.1 Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet	26
<b>Boks:</b> Renter og risikopåslag på obligasjoner	27
1.2.2 Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet?	28
<b>Boks:</b> Lån med sikkerhet	29
<b>Boks:</b> Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet	31
1.2.3 Hvem investerer i obligasjonsmarkedet?	32
1.2.4 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner	33
1.2.5 Annenhåndsmarkedet for obligasjoner	34
1.2.6 Andre aktører i obligasjonsmarkedet	35
1.3 Valuta	35
1.3.1 Valutamarkedet	36
1.3.2 Instrumenter i valutamarkedet	36
<b>Boks:</b> Valutakoder (ISO 4217)	36
1.3.3 Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet	37
1.3.4 Reisevaluta	39

1.4 Aksjer	39
1.4.1 Organisering og finansiering av foretak	39
1.4.2 Aksjemarkedet	40
1.4.3 Størrelsen på det norske aksjemarkedet	40
1.4.4 Utstedere	41
1.4.5 Investorer i aksjemarkedet	42
1.4.6 Aksjeindekser på Oslo Børs	42
1.4.7 Aksjerelaterte derivater	43
<b>2 FINANSFORETAK</b>	<b>44</b>
<b>Boks: Finansforetaksloven</b>	<b>44</b>
2.1 Finanskonsern	45
2.2 Banker	46
<b>Boks: Forbrukslån</b>	<b>46</b>
<b>Boks: Forretnings- og sparebanker</b>	<b>47</b>
2.2.1 Bankenes oppgaver	48
<b>Boks: Utviklingen av den norske banksektoren de siste 50 årene</b>	<b>48</b>
<b>Boks: Skape penger</b>	<b>49</b>
2.2.2 Strukturen i den norske banksektoren	50
<b>Boks: Pengemengdebegreper</b>	<b>51</b>
<b>Boks: Filialisering av Nordea</b>	<b>52</b>
2.2.3 Bankenes eiendeler og finansiering	53
2.2.4 Hvorfor og hvordan reguleres banker?	54
2.2.5 Kapitaldekningsregulering	55
2.2.6 Likviditetsregulering	56
2.2.7 Innskuddssikring i Norge	56
2.2.8 Krisehåndtering av banker	57
2.3 Kredittforetak	58
2.3.1 OMF-kredittforetak	58
2.3.2 Andre kredittforetak	58
<b>Boks: Statlige låneinstitutter</b>	<b>59</b>
2.4 Statlige låneordninger	60
2.5 Forsikringsforetak	60
2.5.1 Ulike forsikringstyper	60
<b>Boks: Pensjonssystemet i Norge</b>	<b>61</b>
<b>Boks: Livsforsikringsforetaket Silver satt under offentlig administrasjon</b>	<b>63</b>
2.6 Pensjonskasser	64
<b>Boks: Regulering av forsikringsforetak</b>	<b>64</b>
2.7 Verdipapirfond	65
2.7.1 Verdipapirfond klassifisert etter eiendeler	65
2.7.2 Andre klassifiseringer av verdipapirfond	66
2.7.3 Regulering av verdipapirfond	67



2.8 Andre finansforetak	67
2.8.1 Finansieringsforetak	67
2.8.2 Verdipapirforetak	67
2.8.3 Investeringselskap	68
2.8.4 Såkornelskaper (Venture capital)	68
<b>3 FINANSIELL INFRASTRUKTUR</b>	<b>69</b>
3.1 Kunderettede betalingstjenester	70
3.1.1 Kontanter	70
<b>Boks:</b> «Single Euro Payments Area» (SEPA)	70
3.1.2 Betalingskort	71
<b>Boks:</b> Hvordan foregår en betaling med BankAxept-kort?	72
<b>Boks:</b> Betalinger med mobiltelefon	73
<b>Boks:</b> Betalinger med raske oppgjør	74
3.1.3 Girobetalinger	75
<b>Boks:</b> PSD2 og formidlingsgebyrforskriften	75
3.2 Interbanksystemer	76
3.2.1 Norges Banks oppgjørssystem (NBO)	76
<b>Boks:</b> Norges Banks arbeid med elektroniske sentralbankpenger til publikum	77
3.2.2 Avregningssentralen NICS	79
3.2.3 Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS	79
<b>Boks:</b> «Herstatt-risiko»	79
3.3 Verdipapiroppgjøret (VPO)	80
<b>Boks:</b> Verdipapirregister	80
3.3.1 Hvordan inngås handelen?	81
3.3.2 Hvordan gjennomføres verdipapiroppgjøret	81
<b>Boks:</b> TARGET2-Securities (T2S)	81
3.4 Sentrale motparter	82
3.4.1 Bruken av sentrale motparter	83
3.4.2 Sentrale motparter og finansiell stabilitet	83
<b>Boks:</b> Ny europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater	84
3.4.3 Sentrale motparter og systemrisiko	85
<b>VEDLEGG 1: REGULERING AV FINANSMARKEDER OG MARKEDSPLASSE</b>	<b>86</b>
<b>VEDLEGG 2: REGULERING AV KAPITALEN I BANKENE</b>	<b>88</b>
<b>VEDLEGG 3: ORDLISTE</b>	<b>91</b>

# Forord og leseveiledning

---

*Det Norske Finansielle systemet* gir en samlet oversikt over det finansielle systemet i Norge, hvilke oppgaver det utfører og hvordan disse oppgavene blir utført. Rapporten er ment som et oppslagsverk og en lærebok. Den retter seg mot et bredt publikum, og det er lagt vekt på en enkel fremstilling. Profesjonelle deltakere i det finansielle systemet kan også finne nyttig informasjon. Det er lagt inn lenker til andre mer utfyllende Norges Bank-publikasjoner og til andre institusjoner slik at leserne kan fordype seg videre i de temaene som er av interesse. Faguttrykk er forklart i egen ordliste, se vedlegg 3.

Innledningen gir overordnet oversikt over hele det finansielle systemet og endringer den siste tiden. Kapittel 1 beskriver de ulike markedene: penge-, obligasjons-, valuta-, og aksjemarkedet og markedene for finansielle derivater. Kapittel 2 omtaler de viktigste finansforetakene: banker, kredittforetak, forsikring- og pensjonsordninger, ulike fond m.m. Kapittel 3 beskriver infrastrukturen i det finansielle systemet. Infrastrukturen omfatter betalingssystemet og systemene der betaling og overføring av verdipapirer, valuta og derivater i finansmarkedene skjer.

Norges Bank ønsker at rapporten skal bidra til økt kunnskap om det finansielle systemet. For at rapporten skal være aktuell og egne seg som oppslagsverk og lærebok tar vi sikte på årlige oppdateringer. I den forbindelse setter vi pris på forslag til forbedringer og påpekninger av feil, uklarheter og mangelfulle forklaringer. Tilbakemeldinger kan sendes: [dnfs@norges-bank.no](mailto:dnfs@norges-bank.no).

Oslo, 9. juni 2017



# Det finansielle systemet

Det finansielle systemet er en viktig del av økonomien og har tre hovedoppgaver:

- Gi personer og bedrifter muligheter til å låne og spare
- Gjennomføre betalinger
- Håndtere risiko

I et velfungerende finansielt system gjennomføres oppgavene på en sikker og effektiv måte. Et system som er robust mot forstyrrelser gir lavere sannsynlighet for finansielle kriser.

Det finansielle systemet består av mange ulike institusjoner, markeder og infrastrukturer. Vi har i rapporten gruppert systemet i tre deler, se tabell 1.

Brukerne av systemet er stort sett alle som deltar i samfunnet; bedrifter, offentlige foretak og de aller fleste personer.

I en utvidet definisjon av det finansielle systemet kan det være naturlig å ta med flere aspekter. Det kan for eksempel være institusjoner og mekanismer som gir

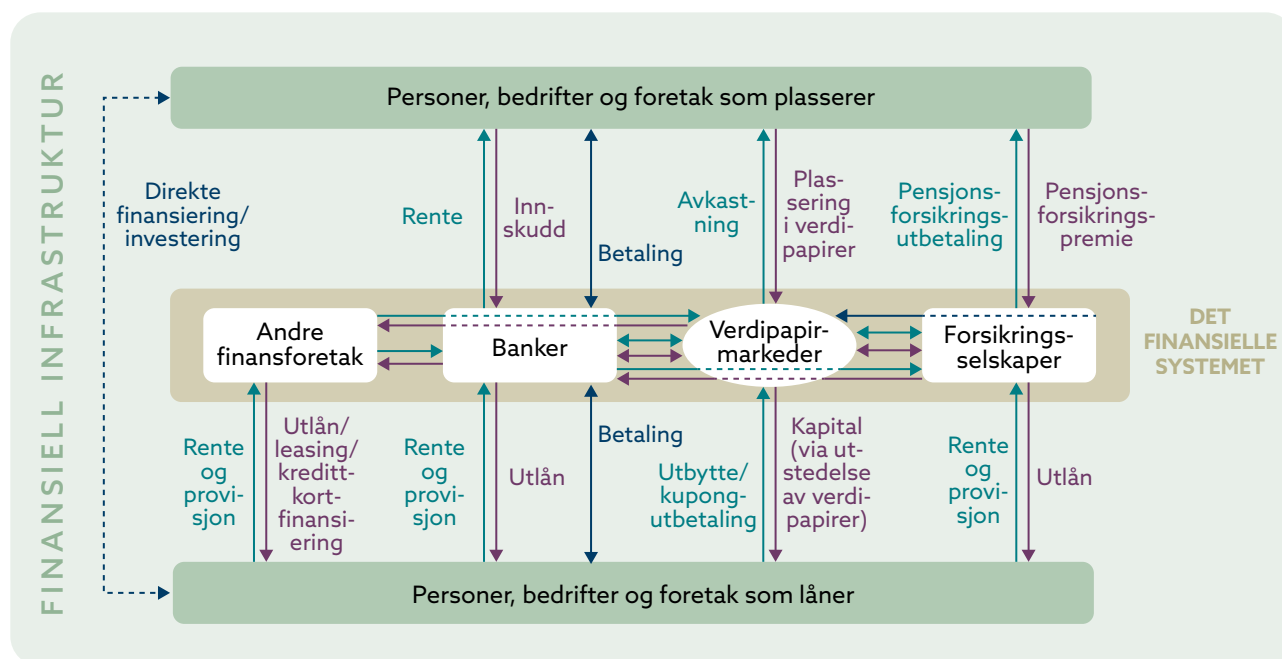
sikkerhet for inngåtte kontrakter og som sørger for troverdig informasjon til effektiv kredittformidling og risikohåndtering. Det gjelder tilsyn, regulering, rettighetsregister, regnskap, revisjon, kredittvurdering og annen finansanalyse.

Norges Bank er sentralbanken i Norge og en viktig del av det norske finansielle systemet. Norges Bank gir ut kontanter og fungerer som bankenes bank. I praksis betyr dette at bankene har kontoer i sentralbanken og gjør opp betalinger seg i mellom over disse. Norges Bank er også rådgivende og utøvende organ i pengepolitikken, dvs. fastsetter renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Denne renten danner grunnlaget for rentenivået i Norge. Videre har Norges Bank oppgaver innen tilsyn og regulering av det finansielle systemet, og banken forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland («Oljefondet»). Rapporten omtaler Norges Banks roller og oppgaver i den utstrekning det er nødvendig for å beskrive hvordan det norske finansielle systemet fungerer. Mer informasjon om Norges Banks mål og oppgaver finnes på *Norges Banks nettsider*.

Tabell 1

1. Finansmarkeder	2. Finansforetak	3. Finansiell infrastruktur
Markedsplasser for utstedelse og omsetning av finansielle instrumenter. Instrumentene kan ha mange ulike egenskaper når det gjelder avkastning, risiko, varighet m.m. I finansmarkedene kan sparere låne direkte til låntakere, uten å gå veien om finansforetak.	Institusjoner som banker, kredittforetak, pensjons- og forsikringsforetak, verdipapirfond m. fl. De fungerer som mellomledd mellom de ulike aktørene i økonomien og har viktige roller knyttet til alle hovedoppgavene til det finansielle systemet.	Sørger for at betalinger og handel med finansielle instrument blir registrert og gjort opp. Lover, regler og standardavtaler som styrer dette, er en del av infrastrukturen. Det samme er data- og kommunikasjonssystemer mellom deltakerne i det finansielle systemet.

Figur 1 Hva skjer i det finansielle systemet?



Figur 1 viser en forenklet skisse av det finansielle systemet. Personer, bedrifter og foretak med sparemidler er tegnet inn øverst. Personer, bedrifter og foretak som låntakere er tegnet inn nederst. Det finansielle systemet, der sparingen formidles til investering gjennom markeder og foretak, er tegnet i midten. I praksis er aktørene som regel både sparere og lånere. Bankene skaper penger når de gir et nytt lån til en kunde, se boks: **Skape penger** i kapittel 2. Betalinger og risikostyring skjer også i all hovedsak i det finansielle systemet. Den finansielle infrastrukturen muliggjør alle transaksjonene.

## DET FINANSIELLE SYSTEMETS HOVEDOPPGAVER

### Gi personer og bedrifter muligheter til å låne og spare

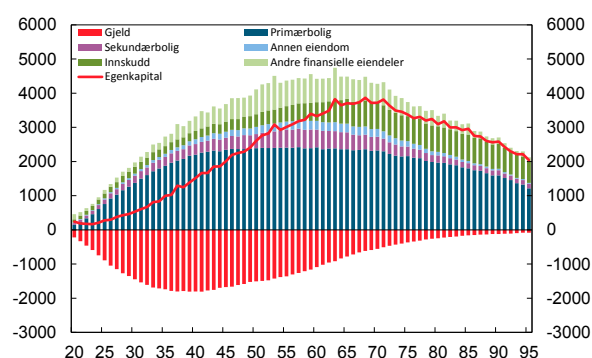
De fleste trenger å låne penger. Privatpersoner låner til utdanning, boligkjøp, større forbruksutgifter eller for å dekke opp for midlertidig inntektsbortfall. Samtidig har de fleste behov for å oppbevare penger når inntektene overstiger utgiftene, det vil si når de

sparer. Personer kan for eksempel spare for å bygge opp pensjonsmidler, for å ha en reserve til uforutsette utgifter eller for å ha nok egenkapital til å kjøpe bolig. Det finansielle systemet gir privatpersoner muligheter til å låne og spare slik at de kan tilpasse forbruket over livsløpet uavhengig av når inntektene kommer, se figur 2.

Bedrifter kan ta opp lån for å finansiere investeringer i eiendom, utstyr, utvikling og produksjon og for å håndtere betalingsforpliktelser i dårlige tider. I gode tider trenger bedriftene plasseringsmuligheter for å stå bedre rustet til å håndtere dårlige tider, løpende betalingsforpliktelser og fremtidige investeringer. Det finansielle systemet skal bidra til at sparingen går til lønnsomme investeringsprosjekter.

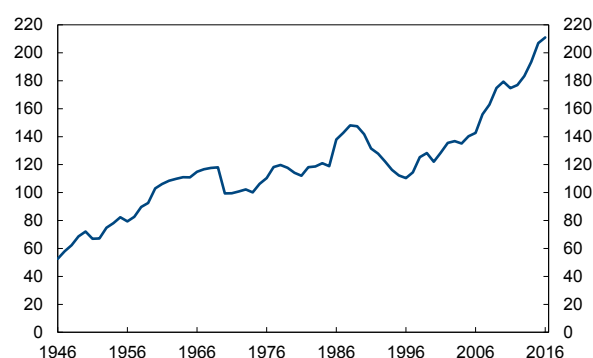
Stat og kommuner kan også låne for å finansiere investeringer, og for å finansiere viktige utgifter ved et tilbakeslag i økonomien. Likeledes trenger de sparealternativer når tidene er gode. Den norske stat har siden 1990 spart en stor del av statens petro-

**Figur 2 Formue, gjeld og egenkapital etter alder på hovedinntektstaker. Gjennomsnitt i tusen kroner. 2014**



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

**Figur 3 Samlet kreditt (K3) som andel av BNP. Prosent. 1946–2016**



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

leumsinntekter i det internasjonale finansmarkedet gjennom *Statens pensjonsfond utland*.

Når inntekten øker i et samfunn, er det en tendens til at både gjeld og finansielle fordringer øker enda mer. I Norge er den samlede gjelden til privat sektor og kommunene (K3) målt som andel av verdiskapingen mer enn tredoblet siden 1946, se figur 3.

På samme tidspunkt er det noen privatpersoner, bedrifter og myndigheter som låner og noen som sparer. Sparing formidles i det finansielle systemet til investeringer både mellom gruppene og innenfor hver gruppe. Dersom det er muligheter for å låne og spare i utlandet, behøver ikke summen av alle gruppens sparing være lik summen av gruppens investeringer. Et vel fungerende finansielt system formidler finansiering på en effektiv måte og fremmer dermed økonomisk stabilitet. Se også boks: **Skape penger** i kapittel 2.

Finansforetak og finansmarkedet står mellom de som sparer og de som investerer. Sparerne ønsker sparemuligheter med forskjellig bindingstid og risiko. Finansforetakene og verdipapirmarkedene tilbyr svært mange ulike typer spareprodukter. Det er en løpende utvikling på dette området, med nye produkter som kommer til og eksisterende som faller fra.

Bankene mottar sparing i form av innskudd, og de gir lån. Det er kun banker som har lov til å ta imot vanlige

innskudd fra allmennheten. Bankene fordeler sparingen på mange investeringer (låntakere). Det reduserer risikoen for at sparerne blir påført tap. Bankene har også spesialisert seg på å vurdere låntakernes risiko. Myndighetene har satt i verk ulike tiltak for at det skal være sikkert å plassere innskudd i norske banker, herunder innskuddssikring, se kapittel 2.2.7 *Innskuddssikring i Norge*. Sparerne kan derfor ha innskudd uten å måtte vurdere hvordan bankene plasserer innskuddene. Sikkerheten innskuddssikring bidrar til er til stor besparelse for samfunnet og for den enkelte, ved at det til små kostnader legger til rette for sparing og investering.

Bank sparing er spesielt fordi bankinnskudd også brukes til å gjøre betalinger, og derfor fungerer som penger. I dag er bankinnskudd det dominerende betalingsmiddelet i utviklede land. De fleste som sparer i bank ønsker derfor at midlene skal være raskt tilgjengelige, det vil si at de bør være likvide. Les mer i boks: **Likviditet** i kapittel 1.1.1. Samtidig ønsker mange som tar opp banklån mulighet for lang nedbetalingstid. Bankene spiller her en viktig rolle ved å gjøre om kort-siktige innskudd til langsiktige utlån. Dette kalles løpetidstransformasjon. Les mer om løpetidstransformasjon i kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*.

Forsikringsforetak og pensjonskasser opptrer også som mellommenn og mottar sparing som er øremerket pensjon. Midlene investeres hovedsakelig langsiktig i norske og internasjonale finansmarkeder.

Store bedrifter, stat og kommuner kan ta opp lån eller hente aksjekapital i verdipapirmarkedet. Der mottar de sparemidler direkte fra sparerne uten å gå veien om finansforetak. Banker fungerer ofte allikevel som mellomledd ved å legge til rette for transaksjonen. Slike direkte plasseringer krever mer informasjonsinnhenting og overvåking fra sparerne.

### Gjennomføre betalinger

De fleste av oss gjennomfører betalinger hver dag. Vi betaler regninger i nett- eller mobilbanken og betaler for varer i butikken. Vi kan betale med kontanter eller med bankinnskudd, kalt kontopenger. Det er Norges Bank som utsteder kontanter basert på etterspørselen fra brukerne. Hva som bestemmer mengden av kontopenger, er beskrevet i kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*. Kontopengene kan brukes til betalinger med for eksempel nettbank, betalingskort eller mobiltelefon.

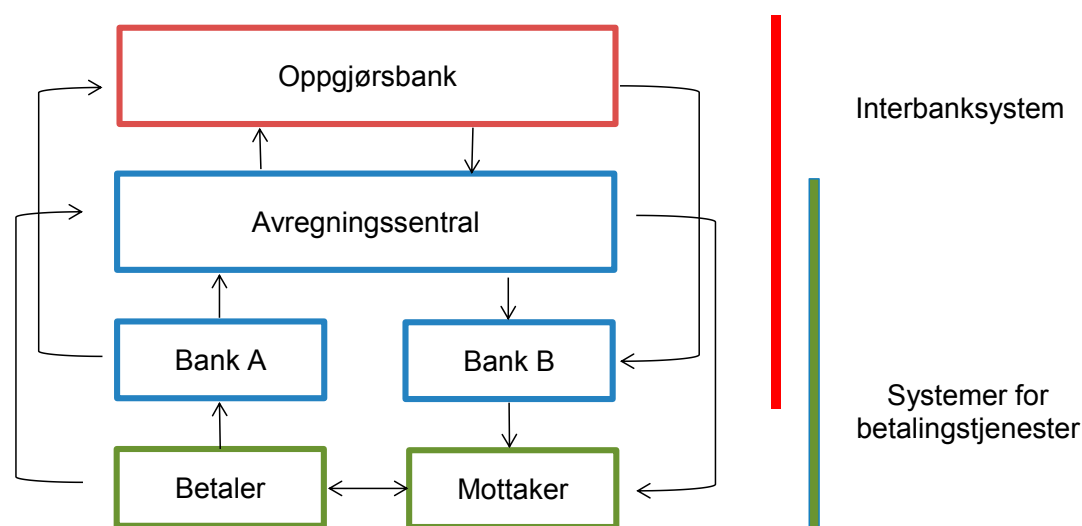
I en ren bytteøkonomi må hver av partene i en transaksjon finne frem til et byttemiddel som den andre parten aksepterer. I en pengeøkonomi kan alle gjøre opp med et allment gyldig byttemiddel: penger. Penger kan være sedler eller mynter som er allment gyldige blant annet fordi det er fastsatt i loven at de skal være det. Men det kan også være kontopenger som er allment gyldige i den utstrekning de kan byttes

i kontanter til samme beløp. Det meste av transaksjonene i økonomien gjøres opp med kontopenger. Tillit til banksystemet er en forutsetning for at kontopenger skal være allment aksepterte. Les mer om penger i boks: **Hva er penger?**

Det er mange banker og et svært høyt antall betalingstransaksjoner, også mellom bankene. Transaksjonene med kontopenger må gjøres opp. Det skjer i et oppgjørssystem. Der kan for eksempel 1000 betalinger mellom Bank A og Bank B summeres (nettes), se figur 4. Alle de 1000 betalingene gjøres opp og blir gyldige når B (eller A) betaler A (B) denne summen. De aller fleste betalinger mellom bankene gjøres opp i Norges Bank i såkalte sentralbankreserver, som er bankenes innskudd i Norges Bank. Det betyr at bankene gjør opp seg i mellom ved å overføre midler mellom kontoene sine i Norges Bank. Norges Bank styrer mengden sentralbankreserver ved å tilby utlån og innskudd til bankene. Det kalles markedsoperasjoner. Utlån fra Norges Bank tilfører sentralbankreserver til banksystemet, og bundne innskudd i Norges Bank trekker dem inn. De vanligste markedsoperasjonene er F-lån og F-innskudd, se *Norges Banks nettsider*.

Et pengesystem gir vesentlig forenklet byttevirksomhet. Det reduserer transaksjonskostnadene i

Figur 4 Det norske betalingssystemet



økonomien og legger til rette for bedre samfunnsmessig arbeidsdeling. Et velfungerende betalingsystem kjennetegnes ved at pengeoverføringer gjennomføres på en sikker måte, til avtalt tid og til lav kostnad. Betalingssystemet er en sentral del av et lands infrastruktur og viktig for stabiliteten til den nasjonale valutaen, det finansielle systemet og økonomien generelt.

### Håndtere risiko

Både personer og bedrifter ønsker å forsikre seg mot risiko. Forsikring mot for eksempel brann, tyveri og bilskader kan kjøpes av skadeforsikringsforetak. Livsforsikringsforetak og pensjonskasser selger forsikring som gir utbetaling ved blant annet uførhet og tidlig død. De tilbyr også individuelle private pensjoner og

kollektive pensjoner knyttet opp til arbeidsforhold som supplement til den offentlige pensjonen gjennom folketrygden.

Bedrifter kan ønske å sikre seg mot ulike økonomiske risikoer knyttet til virksomheten. Det kan være risiko knyttet til fremtidige priser både på innsatsvarer og ferdige produkter. Valutakursrisiko og risiko for endret rente er andre eksempler. Ved hjelp av både finansielle instrumenter og derivater kan bedriftene fjerne eller redusere slike risikoer. De som selger derivater kan styre sin risiko ved at de tilbyr sikring til kunder med motsatte behov, dekker risikoen ved å eie de underliggende instrumentene eller videreselger risiko til andre. Kapitalmarkedet bidrar også til spredning og omfordeling av risiko knyttet til investeringer. De som

## HVA ER PENGER?

Penger er et alminnelig godtatt betalingsmiddel. Det betyr at penger kan brukes til betaling ved kjøp av varer og tjenester, til å kjøpe finansielle fordringer som aksjer og obligasjoner, og til å betale tilbake lån. Penger har også en funksjon som verdimåler, for eksempel som mål på verdien av en vare, og som verdioppbevaringsmiddel. Sedler og mynt (køntanter) og bankinnskudd (kontopenger) er definert som penger. Se *Norges Banks hjemmesider* for mer informasjon om penger.

Norske sedler og mynter er utstedt av Norges Bank og innehaveren av norske køntanter har en fordring på Norges Bank. Køntanter er tvungne betalingsmidler i forbrukerforhold og er således et alminnelig godtatt betalingsmiddel, se mer i kapittel 3.1.1 *Køntanter*. Bankinnskudd er penger utstedt av private banker, og er fordringer på bankene. Bankinnskudd er også et alminnelig godtatt, men ikke tvungent, betalingsmiddel. Et beløp i bankinnskudd kan gjøres om til samme beløp i køntanter og motsatt. Dette er viktig for at bankinnskudd skal være et alminnelig godtatt betalingsmiddel.

Finanstilsynet påser at utstedere av bankinnskudd – bankene – er solide og kan innfri publikums krav. Norges Bank skal fremme et effektivt betalingssystem og overvåker i den forbindelse hele det finansielle systemet og kan sette i verk tiltak som er naturlige for en sentralbank. Bankenes sikringsfond garanterer i tillegg kundenes bankinnskudd opp til 2 millioner kroner per innskyter per norske bank, se kapittel 2.2.7 *Innskuddssikring i Norge*. Kontoinnehaverne, det vil si eierne, får tilgang til sine bankinnskudd ved bruk av betalingsinstrumenter som bankkort, nett- og mobilbank. Bankinnskudd konverteres til køntanter ved uttak av køntanter i for eksempel minibanker eller over skranke.

Myndighetene fastsetter ikke omfanget av bankinnskudd eller mengden av sedler og mynt. Norges Bank usteder køntanter basert på etterspørselen fra brukerne. Omfanget av bankinnskudd avhenger blant annet av størrelsen på bankenes utlån, se boks: **Skape penger** i kapittel 2. Siden bankenes utlån påvirkes av pengepolitikken, herunder renten på bankenes innskudd i Norges Bank (styringsrenten), kan Norges Bank påvirke omfanget av utlån og dermed omfanget av bankinnskudd.

sparer kan styre risikoen ved å eie verdipapirer med forskjellig risiko. Spredningseffekten reduserer også risikoen for dem som sparer i verdipapirfond eller plasserer midler i formuesforvaltningsforetak.

Bankene er eksperter på å vurdere risiko i investeringsprosjekter som søker lån. De som har innskudd i bankene kan derfor overlate slike vurderinger til bankene. Risiko blir også redusert for innskuddskundene ved at bankene sprer (diversifiserer) sine utlån på et stort antall låntakere og ikke minst ved at innskudd er sikret gjennom en sikringsordning. Innskuddsgarantien gjelder opp til 2 millioner kroner i hver bank vedkommende har konto. Bankene er også særskilt regulert av myndighetene.

## NYE TREKK VED DET NORSKE FINANSIELLE SYSTEMET

Betalingsystemet er i rask endring. Utviklingen er drevet av ny teknologi, nye aktører og nye reguleringer. Flere land har de siste årene lansert løsninger for raske betalinger. I Norge er det også mulig for personkunder i ulike banker å gjennomføre raske betalinger til hverandre. En arbeidsgruppe skal utvikle og implementere felles infrastruktur for bankene som legger til rette for økt fremtidig bruk av raske betalinger, les mer i kapittel 3.

Det har vært sterk vekst i betalinger over internett de siste årene. Det skyldes både at tradisjonell internethandel har økt og at betalinger i økende grad gjøres ved hjelp av mobilteknologi. Betalingsapplikasjoner til mobiltelefoner, også kalt digitale lommebøker, har det siste året fått stor utbredelse i Norge. Det er i første rekke mobilbetalinger mellom privatpersoner som har økt mye. Bankene har promotert slike betalinger ved at de har vært kostnadsfrie for privatpersoner. Mobilbetalinger på fysiske brukersteder og på nett er ikke like utbredt.

Kontanenes andel av publikums betalingsmidler blir stadig mindre, mens kontopengenes andel vokser. Norges Bank vil undersøke hvordan effektiviteten i det norske betalingssystemet vil påvirkes av en nedgang i kontantbruken, og om elektroniske sentralbankpenger kan tilføre ønskede egenskaper til fremtidens betalingssystemer. Norges Bank vil også utrede mulige tekniske løsninger for implementering av elek-

troniske sentralbankpenger og hvilke konsekvenser en eventuell innføring av nye former for sentralbankpenger kan få for banksystemet, finansiell stabilitet og gjennomføringen av pengepolitikken, les mer i kapittel 3.

Den norske banksektoren er dominert av norskeide banker, men utenlandske banker har tatt større markedsandeler de siste årene. I januar 2017 ble Nordeas virksomhet i Norge filial og banken opphørte dermed som norskregistrert selskap, se boks: **Filialisering av Nordea** i kapittel 2. Banken vil nå i all hovedsak reguleres fra Sverige. Norske myndigheter samarbeider både med svenske og andre hjemlandsmyndigheter om tilsyn og regulering av utenlandske banker med virksomhet i Norge. Nordea var før filialiseringen utpekt av Finansdepartementet som ett av tre systemviktige finansforetak i Norge. Banken, medregnet datterselskapet Nordea Eiendoms kreditt, er Norges nest største, med markedsandeler for utlån på om lag 13 prosent i bedriftsmarkedet og 10 prosent i personmarkedet. Omdanningen av Nordea Bank Norge økte filialenes markedsandel kraftig, les mer i kapittel 2.

Forbrukslån har vokst raskt de siste årene og alle bankene som ble etablert i 2016 sikter mot denne delen av markedet. Forbrukslån utgjør likevel bare en liten del av privatpersoners gjeld. Forbrukslån er kredittkortgjeld og annen gjeld som ikke har pantestikkerhet. Tilgang til forbrukslån kan være nyttig ved midlertidig inntektsbortfall eller uventede utgifter, men finansieringen blir fort dyr om lånet ikke betales raskt tilbake. Det er betydelig høyere mislighold på forbrukslån enn på andre personkundeutlån. Siden 2008 har mesteparten av tapene på utlån til personmarkedet vært på forbrukslån. Bankene må derfor ha mer egenkapital bak forbrukslån enn boliglån, og nystartede forbrukslån banker blir i tillegg pålagt høyere kapitalkrav enn andre banker. Myndighetene og bransjen iverksetter tiltak som innføring av gjeldsregister, retningslinjer for godkjenning av forbrukslån, krav knyttet til fakturering av kredittkortgjeld og retningslinjer for markedsføring. Det skal gi et mer vel fungerende kredittmarked med økt åpenhet, bedre kredittvurdering og bedre forbrukerbeskyttelse, les mer i kapittel 2.

## TILSYN MED OG REGULERING AV DET FINANSIELLE SYSTEMET

Et velfungerende finansielt system er svært viktig for en moderne økonomi. Dersom det ikke lenger blir mulig å gjennomføre betalinger eller å få lån, vil kon-

sekvensene for hele økonomien raskt bli store. Derfor er det finansielle systemet gjenstand for mer regulering og tilsyn av myndighetene enn de fleste andre sektorer i økonomien. Les mer om de viktigste risikotypene i det finansielle systemet i boks: **Risikoer i det finansielle systemet.**

### RISIKOER I DET FINANSIELLE SYSTEMET

Det finansielle systemet skal bidra til bedre håndtering av risiko i økonomien. En del av risikohåndteringen er å kartlegge hva risikoen består i og hvordan den kan forebygges. Prising av risiko er en viktig del av dette arbeidet. Det finnes ulike former for risiko:

**Kredittrisiko** er risiko for tap som følge av at motparten ikke kan gjøre opp for seg. Motparten kan for eksempel være utsteder av et verdipapir, motpart i en derivatkontrakt eller en låntaker med banklån. Ved næringslån (lån til bedrifter) kan dette være risikoen knyttet til en sektor, for eksempel bygg og anlegg, eller til enkeltaktører.

**Likviditetsrisiko** er risikoen for at et foretak ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger. Likviditetsrisiko oppstår på grunn av forskjell i løpetid mellom bankers aktiva og passiva. Typisk har bankene innskudd som kunden disponerer uten oppsigelsestid, mens utlånene har lengre løpetid. Likviditetsrisiko brukes også om risikoen for å påvirke prisene ved kjøp og salg av verdipapirer eller andre eiendeler i markedet. Det er da knyttet til begrepet markedslikviditet, se boks: **Likviditet i kapittel 2.1.**

**Markedsrisiko** er en samlebetegnelse og omfatter risikoen for tap som følge av svingninger i markedspriser som renter, valutakurser, varepriser eller aksjekurser. De enkelte risikotypene benevnes ofte som renterisiko, valutakursrisiko, prisrisiko og aksjekursrisiko.

**Operasjonell risiko** er knyttet til tekniske feil, menneskelig svikt og utilstrekkelige kontrollsystemer. Det kan gjelde mangelfulle prosedyrer, feil i eller angrep på IT-systemer, regelbrudd, bedragerier, brann og terrorangrep eller liknende. Operasjonell risiko kan forårsake eller forsterke andre risikoer.

**Juridisk risiko** kan defineres som risikoen for tap fordi en kontrakt ikke kan gjennomføres som planlagt, eller at pant ikke kan realiseres som forutsatt. Juridisk risiko kan oppstå i internasjonale forretningsforhold, siden rettsgrunnlaget ofte er ulikt i forskjellige land.

Dersom en eller flere risikoer blir tilstrekkelig store, kan det finansielle systemet stå i fare for ikke å fungere effektivt og sikkert. Det oppstår **systemrisiko**. Det europeiske systemrisikorådet («*European Systemic Risk Board*») (ESRB) definerer systemrisiko som risiko for rystelser i det finansielle systemet som kan få alvorlige konsekvenser for realøkonomien, se *anbefaling fra ESRB fra 4. april 2013*. Systemrisiko kan variere over tid eller være av mer strukturell karakter. Den tidsvarierende systemrisikoen er særlig knyttet til utviklingen i gjeld, formuespriser og forskjeller i løpetid mellom bankenes gjeld og eiendeler. Strukturell systemrisiko er særlig knyttet til graden av konsentrasjon i finanssystemet, omfanget av systemviktige institusjoner og svakheter i finansiell infrastruktur.



Regulering av det finansielle systemet skjer i første rekke gjennom lover og forskrifter. Det kreves en spesiell tillatelse fra myndighetene for å opprette finansforetak eller for å utføre spesielle tjenester i det finansielle systemet. Med tillatelsen følger også omfattende krav, og myndighetene følger med på om foretakene overholder kravene gjennom tilsyn. Dersom kravene ikke overholdes, kan tillatelsen inndras.

Kravene kan være knyttet til mengden av egenkapital et foretak skal ha, at eiendelene (aktivaene) skal være likvide eller at styret og ledelsen skal være egnet til å drive virksomheten. Reguleringene kan dels være direkte for eksempel i form av forbud mot å drive visse aktiviteter. Eller de kan være indirekte i form av kapitalkrav som avhenger av hvor stor risiko institusjonen tar. I finansmarkedene omfatter reguleringen ofte selve markedsplassen, for eksempel i form av hvilke grupper som kan delta. Det er også krav til informasjon til allmennheten, aktører og myndigheter.

Målet med regulering er å sikre at det finansielle systemet er stabilt og effektivt. Finansdepartementet har ansvaret for å fremme forslag om lovgivning for det finansielle systemet til Stortinget. I all hovedsak er det også Finansdepartementet som gir tillatelse til etablering av nye institusjoner eller andre virksomheter. Et unntak er interbanksystemer, der bankenes betalinger seg i mellom blir gjort opp. Her har Norges Bank konsesjonsmyndighet på grunn av sin sentrale rolle i, og sitt ansvar for, betalingssystemet.

Finanstilsynet har hovedansvaret for å føre tilsyn med at virksomhetene i det finansielle systemet driver i samsvar med de lover og regler som gjelder. De har også mulighet for å pålegge nye reguleringer eller gi anbefalinger om praksis til det finansielle systemet. Målet med tilsynsvirksomheten er dels å sikre at det finansielle systemets hovedoppgaver blir utført på en god måte, og dels å beskytte brukernes interesser.

Bankene må være effektive og sikre for at betalingsystemet skal være det. Finanstilsynet har et særlig ansvar knyttet til soliditet, styring og kontroll i bankene. Norges Bank har et særlig ansvar knyttet til avregnings- og oppgjørssystemene. Begge institusjonene har ansvar for at systemet som helhet fungerer.

Fordi konsekvensene av stans i det finansielle systemet kan være store, er det viktig at institusjonene og myndighetene er forberedt på å håndtere problem-situasjoner. Det kan begrense de negative konsekvensene. Finansdepartementet har en viktig rolle i koordineringen dersom det skulle oppstå en finansiell krise. Norges Bank kan bidra hvis det er mangel på likviditet, ved å låne ut penger til bankene mot godkjente sikkerheter.

## INTERNASJONALT SAMARBEID

Det finansielle systemet fungerer i stor grad på tvers av landegrensene. Derfor er det betydelig internasjonalt samarbeid om regulering og tilsyn for å fremme finansiell stabilitet. Under den internasjonale finanskrisen i 2008 ble «*Financial Stability Board*» (FSB) opprettet. FSB er et samarbeidsorgan som overvåker og gir anbefalinger om rammeverket for det globale finansielle systemet. FSB består av G-20 landene og de viktigste organisasjoner og komiteer innenfor feltet.

*Baselkomiteen for banktilsyn* (Basel Committee on Banking Supervision, eller bare BCBS) er det viktigste internasjonale organet på bankområdet. I utgangspunktet dreide samarbeidet seg om å heve kvaliteten på tilsynet med bankene, og bedre informasjonsutvekslingen om situasjonen i internasjonale banker mellom myndigheter i ulike land. Etter hvert så man at det også var behov for et felles regelverk for hvor mye egenkapital banker skal ha, og det såkalte Baselregelverket ble utviklet. Senere har Baselkomiteen kommet med forslag til regelverk for mange sider av bankenes virksomhet, se vedlegg 2.

Det er nå etablert tilsvarende samarbeidsorganer for forsikring, International Association of Insurance Supervisors (IAIS), verdipapirmarkeder, The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) og for betalingssystemet og annen finansiell infrastruktur, Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI). Alle disse organene lager forslag til internasjonalt regelverk på sine områder. I tillegg har viktige markedsaktører etablert samarbeidsorganer som utarbeider viktige markedsstandarder, for eksempel International Swap and Derivatives Association (ISDA).

Flere av institusjonene nevnt over blir kalt internasjonale standardsettere. De utarbeider forslag til minste-standarder for internasjonalt regelverk på sitt felt. Dette regelverket kan innføres i nasjonal lovgivning for deretter å bli gjeldende lov, eller det kan forbli en markedsstandard som aktørene i praksis må holde seg til om de ønsker å gjøre forretninger på det aktuelle området. Forslagene til regelverk blir ofte innført, både for små og store banker i de fleste land. Også EU-regelverket gjenspeiler i stor grad de internasjonale standardene.

Rammevilkårene for det finansielle systemet i Norge blir bestemt gjennom EØS-avtalen som regulerer vårt forhold til EU. Gjennom EØS-avtalen er Norge en del av EU's indre marked for finansielle tjenester. Det betyr at vi i all hovedsak har samme finanslovgivning som EU-landene.

En viktig oppgave for standardsetterne er å følge med på og rapportere om deltakerlandenes gjennomføring av standardene. I denne sammenheng gjør Det internasjonale pengefondet (International Monetary Fund, eller bare IMF), gjennom det såkalte Financial Sector Assessment Program (FSAP), regelmessige gjennomgang av i hvilken grad landene følger standardene for finansiell sektor. Norge ble sist vurdert i 2015, se *IMF*.

For mer informasjon om internasjonal regelverksutvikling, se «*Endringer i bankreguleringen etter finanskrisen i 2008*», Norges Bank Aktuell kommentar 5/2017.

# 1 Finansmarkedene

Finansmarkedene er markedene for utstedelse og omsetning av finansielle instrumenter. I finansmarkedene kan sparere låne direkte til låntakere, uten å gå veien om finansforetakene. Hovedgruppene av finansielle instrumenter er gjeld (obligasjons- og sertifikatmarkeder), egenkapital (aksjemarkedet), valuta og derivater. For gjeld og egenkapital finnes det både et førstehåndsmarked, der aktører tar opp lån eller henter inn ny aksjekapital, og et annenhåndsmarked for kjøp og salg av eksisterende gjeld og aksjekapital. Markedspllassen kan være en børs, der kjøps- og salgsønsker meldes inn og klareres. Det vil si at selger

aksepterer kjøpers prisforlangende og kjøper aksepterer selgers pristilbud. Når handelen er klarert kan den gjennomføres. Børser egner seg for standardiserte instrumenter som for eksempel aksjer eller statsobligasjoner. Mange andre instrumenter omsettes i hovedsak utenom børs, enten via alternative markedsplasser eller bilateralt mellom kjøpere og selgere, såkalt «over-the-counter» (OTC). Private obligasjoner, valuta og derivater omsettes i hovedsak OTC, les mer i boks: **Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC.**

## OMSETNING AV VERDIPAPIRER: BØRS OG OTC

Omsetning av finansielle instrumenter kan foregå både på organiserte handelsplattformer eller gjennom bilaterale avtaler, såkalt «over-the-counter» (OTC). Børs er den formen av organiserte handelsplattformer som er underlagt mest omfattende regulering for å sikre at relevant informasjon er tilgjengelig for investorene. Børsen i Norge, Oslo Børs, er regulert av Finanstilsynet. Det er gjerne papirer man antar at det er allmenn interesse for å handle, som tas opp til handel på børs. For å bli notert kreves fremleggelse av utfyllende informasjon om selskapet og eventuelt om låneavtalen, om det er et obligasjonslån som skal noteres. Etter notering gjelder en løpende informasjonsplikt. På denne måten er investorene sikret at relevant informasjon er tilgjengelig for alle papirene som handles på børsen. Papirer notert på Oslo Børs kan handles via børsens elektroniske handelssystem. Her kan investorene se løpende kjøps- og salgskurser med tilhørende handelsvolum. Verdipapirene prises løpende basert på faktiske handler. Det klart meste av omsetningen på Oslo Børs er aksjer, men også obligasjoner utstedes og omsettes via børsen. Papirer som er børsnoterte, kan også handles utenom børsen. Dersom en av partene i en slik handel er medlem av børsen, må handelen rapporteres til Oslo Børs innen klokken 16 den dagen handelen er inngått.

Det finnes elektroniske handelsplattformer som ikke er børser, og som er underlagt mindre strenge krav til informasjon og åpenhet. Disse kalles gjerne multilaterale handelsplattformer («Multilateral Trading Facilities» eller bare MTF). MTF-ene er ofte eid og drevet av banker eller meglerhus, som på denne måten slipper å betale transaksjonsgebyrer til børsen. Noen MTF-er er nesten like åpne om virksomheten som en børs, mens andre gir lite informasjon om priser og handelsvolum. MTF-er som bare oppgir et minimum av informasjon, kalles for «dark pools». Det er i hovedsak aksjer som handles på MTF-er, og disse er som oftest også notert på børsen. Ofte vil partene i en handel ha avtalt at de handler til samme kurs som en aksje har på børsen. Ved handel på en MTF kan det dermed gjøres store handler uten at prisene på børsen flytter seg. Motivasjonen for å handle på en MTF fremfor en børs kan være lavere transaksjonskostnader eller at man ikke ønsker å legge ut synlige ordre i markedet.

Ved den enkleste formen for OTC-handel tar kjøper og selger direkte kontakt med hverandre og avtaler en transaksjon. Fordi det kan være vanskelig å finne en motpart for en slik handel, benyttes ofte meglere som mellommenn i transaksjonene. For papirer med noe omsetning, stiller meglere såkalte indikative kjøps- og salgskurser. Man kan som regel ikke handle på disse prisene. Handelen avtales via telefon eller «chat» på et datanettverk. Prisene det faktisk handles til ligger som regel godt innenfor de indikative kjøps- og salgskursene. De fleste obligasjoner omsettes i hovedsak på denne måten.

Finansmarkedene er også viktige for fordeling av risiko i økonomien. Når prosjekter og bedrifter finansieres gjennom innhentning av kapital i aksje- og obligasjonsmarkedene, spres risikoen på mange investorer og långivere. Dette kan både gi bedre tilgang på kapital og bedre fordelingen av risiko. Aktørene bruker også finansmarkedene til å styre risiko gjennom kjøp og salg av instrumenter med ulike risikoegenskaper. Penge-, valuta- og derivatmarkedene har viktige funksjoner gjennom å omfordele likviditet og ulike risikoer. Disse markedene brukes også til spekulasjon om utviklingen i makroøkonomiske størrelser og finansielle aktiva. Det bidrar til prisdannelsen i markedet og er et element i omfordelingen av risiko. I markeder der det er mye omsetning, prises instrumentene ofte slik at ny informasjon raskt gjenspeiles i prisene. Dette gir viktig informasjon til både sparere og låntakere, og kan bidra til en bedre utnyttelse av ressursene i økonomien.

Myndighetene regulerer aktiviteten i markedene og på markeds plassene, men i noe mindre utstrekning enn hva som er tilfellet med finansfortak som banker og forsikringsforetak. Les mer i *Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markeds plasser*.

## 1.1 PENGEMARKEDET

Pengemarkedet omfatter ulike markeder for gjeld der aktører kan plassere og låne penger med inntil ett års løpetid. Aktørene bruker pengemarkedet i hovedsak til å styre sin finansieringslikviditet. Med dette menes i hvilken grad en aktør har midler til å møte sine forpliktelser når de forfaller, se boks: **Likviditet**. Banksektoren er største aktør i pengemarkedet. Markedet for inn- og utlån mellom banker kalles for interbankmarkedet og utgjør en stor del av pengemarkedet. Andre aktører, som staten, kommuner og andre bedrifter benytter seg også av pengemarkedet, i hovedsak gjennom utstedelse av statskasseveksler og sertifikater. Norges Bank er også en sentral aktør i pengemarkedet.

Banksektorens viktigste instrumenter i pengemarkedet er usikrede interbanklån, der lån over natten er viktigst, og sikrede lån i form av valutabytteavtaler. Det også markeder for usikrede lån i form av statskasseveksler og sertifikater, og sikrede lån i form av gjenkjøpsavtaler (repoer).

## LIKVIDITET

Likviditet er et begrep med flere betydninger.

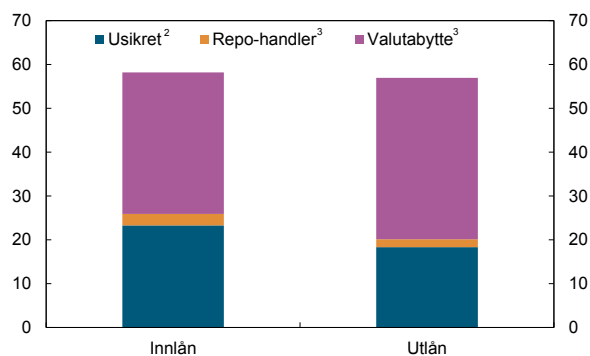
Med **likviditeten til en eiendel** menes hvor enkelt den kan gjøres om til penger og dermed brukes til kjøp av varer, tjenester og andre eiendeler. Kontanter og bankinnskudd er penger og er dermed mest likvid, mens fast kapital i for eksempel bolig er mindre likvid.

Med **finansieringslikviditet** menes i hvilken grad en person eller en virksomhet har nok midler tilgjengelig til å betale for varer og tjenester eller til å betjene gjeld som forfaller. I praksis blir det et spørsmål om hvor mye kontanter, bankinnskudd, og for bankene også innskudd i Norges Bank, som er eller lett kan bli tilgjengelig. Oftest brukes finansieringslikviditet om muligheten til å skaffe finansiering til en akseptabel pris, slik at virksomheten har nok midler til betalinger og betjening av gjeld.

Med **markedslikviditet** menes i hvilken grad det er mulig å omsette eiendeler, som for eksempel verdipapirer, i et marked uten å skape store endringer i markedsprisene. Et marked regnes som likvid dersom man kan omsette store volumer i løpet av kort tid, uten at markedsprisene endrer seg vesentlig. Noen markeder er mer likvide enn andre, men likviditeten i de fleste markeder varierer over tid. Under finansielle kriser kan markedslikviditeten forverres vesentlig.

Med **sentralbanklikviditet** (sentralbankreserver) menes bankenes innskudd i sentralbanken og deres beholdning av kontanter. Denne størrelsen er sentral for fastsettelsen av de kortsiktige markedsrentene og for gjennomføringen av betalinger i økonomien.

**Figur 1.1 Inn- og utlån i pengemarkedet fordelt på instrument. Daglig gjennomsnitt. Milliarder kroner. April 2016**



- 1) Ikke alle banker deltar i pengemarkedsundersøkelsen. Dette kan skape avvik mellom rapporterte inn- og utlån.
- 2) «Usikret» inneholder kun usikrede lån og innskudd, ikke sertifikater.
- 3) Se kapittel 1.1.4 for definisjon.

Kilde: Norges Bank

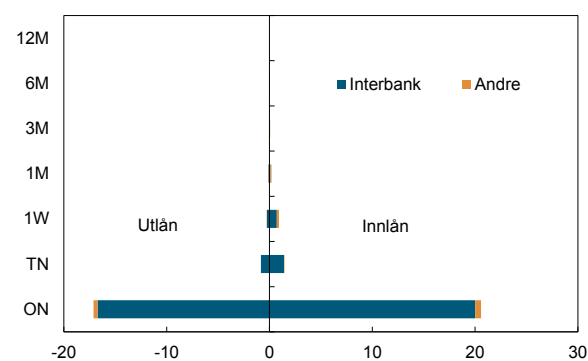
Figur 1.1 er hentet fra Norges Banks pengemarkedsundersøkelse og viser daglig ut- og innlån fordelt på ulike instrumenter i april 2016, se *Pengemarkedsundersøkelse* på Norges Banks nettsider.

### 1.1.1 Aktører i pengemarkedet

Banksektoren er den største aktøren i pengemarkedet. Svingningene i bankenes likviditet er i stor grad knyttet til bankenes oppgaver med betalingsformidlingen, formidling av lån og løpetidstransformasjon, se kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*. Et eksempel knyttet til betalingsformidlingen er en bankkunde som overfører et beløp fra sin konto til en mottaker med konto i en annen bank. Da vil banken som betaler, få redusert sin likviditet ved at bankens innskudd i Norges Bank reduseres. Motsatt vil banken som mottar kundeoverføringen, få økt sin likviditet ved økt innskudd i Norges Bank. For å styre slike svingninger i likviditeten benytter bankene seg av pengemarkedet. Interbanklånene omfatter ikke bare usikrede lån, men også sikrede lån, som gjenkjøpsavtaler (repoer) og valutabytteavtaler.

Forsikringsforetak, finansieringsforetak, kredittforetak og kommuner/ fylkeskommuner deltar også i pengemarkedet når de har behov for å låne eller plassere midler over korte perioder. Forsikringsforetakene plasserer størstedelen av sine midler i verdipapirer med lang løpetid, men plasserer også midler kortsiktig i pengemarkedet for å kunne dekke sine nærmeste

**Figur 1.2 Usikrede ut- og innlån i pengemarkedet fordelt på løpetid.<sup>1,2</sup> Daglig gjennomsnitt. Milliarder kroner. April 2016**



- 1) Ikke alle banker deltar i pengemarkedsundersøkelsen. Dette kan skape avvik mellom rapporterte inn- og utlån.
- 2) Løpetidene er fra ON (over natten), TN (tomorrow next: fra i morgen til påfølgende handledag), 1W (en uke), 1M (en måned) osv. opp til 12M (tolv måneder). «Usikret» inneholder kun usikrede lån og innskudd, ikke sertifikater.

Kilde: Norges Bank

utbetalinger. For private bedrifter er det i hovedsak de største selskapene som er store nok til å kunne benytte seg av pengemarkedet, i hvert fall som låntakere. Mindre aktører kan for eksempel plassere i pengemarkedet gjennom eierandeler i verdipapirfond. Staten er også en stor aktør og benytter pengemarkedet til å dekke sitt kortsiktige finansieringsbehov gjennom utstedelse av statskasseveksler. Staten har sin likviditet på konto i Norges Bank og er således bare låntaker i pengemarkedet.

Norges Bank er også en sentral aktør i pengemarkedet. Gjennom markedsoperasjoner styrer Norges Bank den totale mengden sentralbankreserver i bank-systemet. Norges Bank tilbyr også stående innskudds- og utlånsfasiliteter til bankene som en del av likviditetsstyringen, se boks: **Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten**.

### 1.1.2 Usikrede pengemarkedsinstrumenter

Usikrede pengemarkedsinstrumenter omfatter usikrede interbanklån, statskasseveksler og andre sertifikater. Omsetningen i usikrede interbanklån og innskudd er konsentrert rundt de aller korteste løpetidene, mens løpetiden på statskasseveksler og sertifikater varierer opp mot et år.

#### 1.1.2.1 Interbanklån og -innskudd

I det usikrede interbankmarkedet kan bankene låne og plassere hos hverandre. Hoveddelen av aktiviteten

## NORGES BANKS LIKVIDITETSSTYRING OG OVERNATTENRENTEN

Målet i likviditetspolitikken er å holde de helt kortsiktige pengemarkedsrentene nær styringsrenten. Norges Bank oppnår dette ved å fastsette vilkårene for bankenes lån og plasseringer i sentralbanken og ved å styre størrelsen på bankenes samlede innskudd i Norges Bank (sentralbankreserver).

Internasjonalt er såkalte korridorsystem utbredt. I et slikt system danner sentralbankens utlånsrente til bankene og bankenes innskuddsrente i sentralbanken en korridor for de helt korte pengemarkedsrentene i interbankmarkedet. Styringsrenten ligger normalt midt i korridoren, og sentralbanken styrer mot å holde reservene i banksystemet (bankenes innskudd i sentralbanken) lik null (eller noe over null). En bank som gjennom dagen har mottatt reserver netto fra andre banker og som har positiv saldo i sentralbanken, låner ut reserver til banker som gjennom dagen har hatt netto utflyt av reserver og som dermed har fått negativ saldo i sentralbanken. Ved dagens slutt har (de fleste) bankene da saldo lik null i sentralbanken og fordringer på hverandre i interbankmarkedet. Et korridorsystem gir bankene insentiv til å handle reserver med hverandre og ikke med sentralbanken.

I et såkalt gulvsystem sikter sentralbanken mot å holde en positiv mengde sentralbankreserver i banksystemet. Da presses de helt korte pengemarkedsrentene ned mot bankenes marginale innskuddsrente i sentralbanken, som da blir et «gulv» for de helt korte rentene. For mer om likviditetsstyringssystemer generelt, se «*Liquidity management system: Floor or corridor?*», *Norges Bank Staff Memo 4/2010*, «*Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper*», *Norges Bank Staff Memo 5/2011* og «*Penger, sentralbankreserver og Norges Banks likviditetsstyringssystem*», *Norges Bank Staff Memo 5/2016*.

Likviditetsstyringssystemet i Norge er en mellomting mellom et gulv- og et korridorsystem. Norges Bank sikter mot å holde mengden reserver på et gitt nivå, innenfor et styringsintervall. Hver bank har en kvote for folioinnskudd i Norges Bank. Innskudd innenfor kvoten forrentes til foliorenten (som er lik styringsrenten), mens innskudd utover kvoten forrentes til en lavere rente kalt reserverenten.

I Norge og mange andre land har staten konto i sentralbanken. Utbetalinger fra staten øker bankenes innskudd i sentralbanken. På Norges Banks balanse reduseres statens innskudd mens bankenes innskudd øker. Tilsvarende vil innbetalinger til staten redusere bankenes innskudd i Norges Bank. Transaksjoner over statens konto endrer altså reservene i banksystemet, og Norges Bank motvirker dette ved markedsoperasjoner, der de vanligste er F-lån og F-innskudd. F-lån er lån mot sikkerhet i verdipapirer til flytende rente og gitt løpetid. F-innskudd er innskudd til en flytende rente og gitt løpetid. Dersom foliorenten endres i løpet av operasjonens løpetid, vil bankenes tildelingsrente endres tilsvarende fra samme dato som foliorenten endres. Markedsoperasjoner er nødvendig når transaksjoner over statens konto ellers ville ført til at bankenes innskudd ville komme utenfor styringsintervallet.

Gjennom interbankmarkedet låner også norske banker reserver av hverandre over natten. En bank som har mottatt reserver netto gjennom dagen, og som overstiger sin egen kvote, vil normalt låne reserver ut til banker som har negativ saldo eller innskudd innenfor kvoten. Alternativet er å plassere beløpet som overskyter kvoten, til den lavere reserverenten. Banker som har hatt netto utflyt av reserver gjennom dagen og som har negativ saldo i sentralbanken, vil ønske å låne reserver av andre banker. Alternativet er at den negative saldoen i sentralbanken blir gjort om til et overnattlån (D-lån) og belastes Norges Banks utlånsrente til bankene, den såkalte D-lånsrenten som er ett prosentpoeng høyere enn foliorenten.

Som i et korridorsystem har bankene derfor insentiv til å omfordele reserver seg imellom. Renten som bankene betaler seg imellom over natten, omtales som overnattenrenten, «*Norwegian Overnight Weighted Average*» (NOWA). Den ligger normalt nær styringsrenten, se figur 1.3. Overnattenrenten er første punkt på «rentekurven» og den aller første delen av «transmisjonsmekanismen», altså hvordan sentralbankens styringsrente påvirker renter med lengre løpetid: fra korte pengemarkedsrenter til renter som husholdninger og bedrifter står overfor og som dermed påvirker konsum-, investerings- og sparebeslutninger.



skjer med svært korte løpetider, særlig over natten, se figur 1.2.

Dersom en bank har store netto utbetalinger en dag, men store innbetalinger den neste dagen, kan den dekke sitt kortsiktige likviditetsbehov ved å låne i interbankmarkedet. Mer permanente finansieringsbehov vil banken normalt dekke med mer langsiktig finansiering. Denne bruken av interbankmarkedet forklarer hvorfor omsetningen er konsentrert rundt de aller korteste løpetidene. Interbankmarkedet brukes i hovedsak i bankenes daglige likviditetsstyring. Markedets hovedfunksjon er å være en slags sikkerhetsventil der bankene på kort varsel kan dekke uventet eller kortsiktig bortfall av likviditet.

### 1.1.3 Certifikater og statskasseveksler

Sertifikater er omsettelige gjeldspapirer med løpetid inntil ett år. Sertifikatmarkedet består av et førstehåndsmarked der sertifikatene utstedes og et annenhåndsmarked der sertifikatene kan selges videre. Staten er den største utstederen i sertifikatmarkedet, men også banker, kommuner, kommunale bedrifter, kredittforetak og andre private bedrifter finansierer seg kortsiktig ved å utstede sertifikater. Etter staten er det kommunene som utsteder mest sertifikater i norske kroner. Norske banker utsteder lite sertifikater i norske kroner fordi de i stor grad får dekket sitt kortsiktige kronebehov billigere i markedet for valuta-bytteavtaler (swap-markedet), se kapittel 1.1.4 *Sikrede pengemarkedsinstrumenter*.

Sertifikater utstedt av staten kalles for statskasseveksler og er statens kortsiktige opplåning. Statskasseveksler utstedes som nullkupongpapirer med løpetid inntil ett år. Det innebærer at de utstedes til en kurs lavere enn pålydende verdi og løses inn til pålydende verdi ved forfall. Statskasseveksler utstedes bare i norske kroner og noteres på Oslo Børs. I førstehåndsmarkedet er det Norges Bank som selger vekslene på vegne av staten. Salget skjer gjennom auksjoner på Oslo Børs, der alle som får tildeling i auksjonen betaler samme pris («hollandske» auksjoner). Det er bare et utvalg banker, såkalte primærhandlere, som har tilgang til å delta direkte i auksjonene. I annenhåndsmarkedet noteres og handles de norske statspapirene på Oslo Børs. Annenhåndsomsetningen i statspapirene er regulert gjennom en *primærhandleravtale* mellom Norges Bank og primærhandlerne. Primærhandlerne

har for et gitt minimumsbeløp plikt til å stille bindende kjøps- og salgskurser på Oslo Børs. I de siste årene har også stadig flere elektroniske handelsplattformer blitt tatt i bruk for å handle statspapirer.

Nye statskasseveksler introduseres på IMM-datoene og forfaller på IMM-datoen i samme måned året etter. I løpet av dette året kan vekselen utvides slik at utestående volum øker. Forfallsdato vil likevel alltid være ett år etter at vekselen ble solgt i markedet for første gang. IMM-datoer er vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengemarkedsprodukter (forkortelsen står for «International Money Market»). IMM-dager er den tredje onsdagen i mars, juni, september og desember.

### 1.1.4 Sikrede pengemarkedsinstrumenter

Valutabytteavtaler er det mest brukte sikrede pengemarkedsinstrumentet i Norge. Markedet for gjenkjøpsavtaler (repoer) er betydelig mindre, men ser ut til å være i vekst.

#### 1.1.4.1 Gjenkjøpsavtaler (repoer)

I en gjenkjøpsavtale (repo) blir to parter enige om å bytte verdipapirer mot penger for en gitt periode. Avtalen består av to transaksjoner med forskjellig oppgjørstidspunkt – et salg og et tilbakekjøp – som avtales samtidig. Ved avtalens inngåelse gir den ene parten fra seg verdipapirene og får penger i retur (salget). Ved avtalens forfall får vedkommende verdipapirene tilbake og gir samtidig fra seg et forhåndsavtalt pengebeløp (tilbakekjøpet). Den som låner pengene, betaler en implisitt rente bestemt av differansen mellom salgs- og tilbakekjøpsprisen på verdipapirene.

Siden gjenkjøpsavtaler er et lån der långiveren mottar verdipapirer som sikkerhet, innebærer det liten risiko for långiver. Dersom låntaker ikke skulle gjøre opp for seg ved avtalens forfall, har långiver isteden tilgang på verdipapirene som er stilt som sikkerhet. I prinsippet kan alle verdipapirer som er omsettelige i rentemarkedet brukes i gjenkjøpsavtaler. Hvor mye man får låne, avhenger imidlertid av kvaliteten på verdipapiret og hvor lett det er å selge dette i markedet. En viktig forskjell på en gjenkjøpsavtale og et vanlig lån med sikkerhet i et verdipapir er at i en gjenkjøpsavtale er långiver juridisk eier av sikkerheten i lånets løpetid. Sikkerheten kan dermed disponeres av långiver frem til gjenkjøpsavtalen forfaller.



Det norske markedet for gjenkjøpsavtaler er forholdsvis lite, men synes å være i vekst. Det er i all hovedsak de største bankene som deltar. Det meste av gjenkjøpsavtaler gjøres med sikkerhet i norske statspapirer og obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), se boks: **Lån med sikkerhet**. I tillegg gjøres det gjenkjøpsavtaler med utenlandske papirer som sikkerhet, og såkalte «tri-party-repos» som innebærer at de to partene som inngår kontrakten lar en tredje part håndtere utvekslingen av ytelser seg imellom. Gjenkjøpsavtaler med børsregistrerte papirer som sikkerhet, som statspapirer og OMF, registreres på børs dersom en av partene i transaksjonen er medlem av børsen, men selve handlene gjøres OTC.

#### 1.1.4.2 Valutabytteavtaler

I en valutabytteavtale (valutaswap) blir to parter enige om å bytte en valuta mot en annen valuta for en gitt periode, se boks: **Derivater**. Ved å inngå en valutabytteavtale kan en bank som har utenlandsk valuta, men som trenger likviditet i kroner, bytte til seg kroner for en gitt periode. En valutabytteavtale mellom to banker kan også ses på som et sikret interbanklån. Forskjellen fra markedet for gjenkjøpsavtaler er at utlåneren mottar sikkerhet i form av en annen valuta, ikke i form av verdipapirer. Partene i en valutabyttehandel bytter valuta til gjeldende spotkurs i valutamarkedet og avtaler å bytte tilbake på et fremtidig tidspunkt til en kurs avtalt i dag. Denne fremtidige kursen kalles terminkursen. Forskjellen mellom spotkursen og terminkursen, det såkalte termintillegget,

uttrykker rentedifferansen mellom de to valutaene for den aktuelle løpetiden.

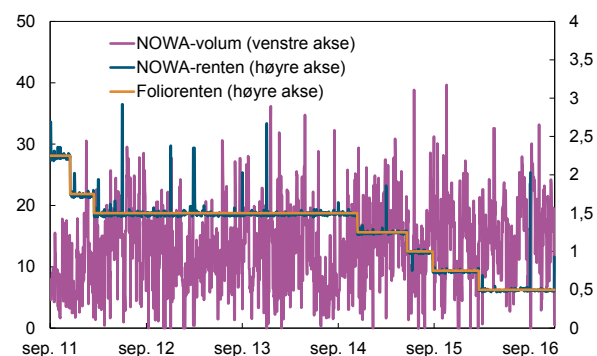
Markedet for valutabytteavtaler er den delen av det norske pengemarkedet med størst omsetning. Det er et OTC-marked, der de større bankene, som henter mye finansiering i utlandet, er de største aktørene. De mindre bankene bruker i større grad det usikrede interbankmarkedet for å styre kortsiktige svingninger i likviditeten.

#### 1.1.5 Referanserenter i pengemarkedet

En referanserente er en rente som benyttes som utgangspunkt for prising av andre finansielle instrumenter. Pengemarkedsrenter er mye brukt som referanserenter.

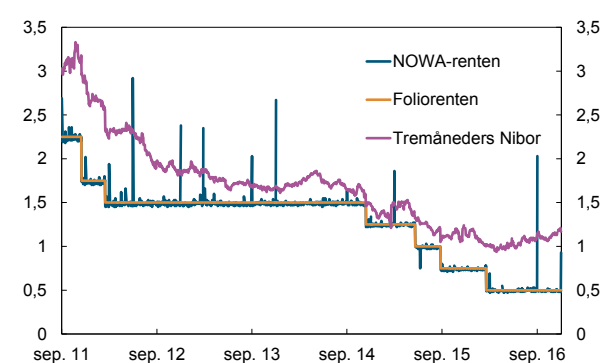
I 2011 begynte Norges Bank i samarbeid med Finans Norge daglig å samle inn og registrere data for usikrede interbanklån i overnattenmarkedet. Gjennomsnittlig omsatt volum per dag har vært 13 milliarder kroner, se figur 1.3. Det veide gjennomsnittet av renten på disse handlene kalles NOWA-renten («Norwegian Overnight Weighted Average»). NOWA-renten brukes som referanserente av banker for noen innskudd til finansielle foretak og bedrifter. Den publiseres daglig, se *Finans Norges hjemmesider*. NOWA-renten er den første norske pengemarkedsrenten som noteres basert på faktiske handel og har i gjennomsnitt vært lik renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten) siden den ble innført, se figur 1.4.

**Figur 1.3 NOWA-renten og rapportert omsatt utlånsvolum.** Rente i prosent. Volum i millioner kroner. September 2011–desember 2016



Kilde: Norges Bank

**Figur 1.4 Foliorenten og korte pengemarkedsrenter.** Prosent. September 2011–desember 2016



Kilde: Norges Bank

## DERIVATER

Derivater er kontrakter der verdien av kontrakten er knyttet til, eller avledet fra (engelsk «derived from»), en underliggende eiendel. Derivater kan dermed brukes for å redusere eller øke eksponeringen mot en underliggende eiendel og er derfor nyttig i risikostyringen. For finansielle derivater er de grunnleggende avtaletypene terminkontrakter og opsjoner.

En **terminkontrakt** (forwardkontrakt) er en avtale om kjøp eller salg av en eiendel på et bestemt tidspunkt frem i tid, til en pris som avtales i dag. I en terminkontrakt har de to partene symmetriske retter og plikter. Det påløper normalt ingen betalinger ved inngåelsen av en terminkontrakt. Kontraktsprisen er den fremtidige prisen som gjør verdien av kontrakten lik null for begge parter på inngåelsestidspunktet. Etter at kontrakten er inngått vil verdien av den kunne endres. Den som kjøper en eiendel på termin, vil tjene dersom prisen på eiendelen på oppgjørstidspunktet er høyere enn kontraktsprisen og tape hvis prisen er lavere enn kontraktsprisen. Den som selger en eiendel på termin, vil ha den motsatte eksponeringen. Dersom en terminkontrakt brukes for å sikre en underliggende posisjon mot tap som følge av prisendringer, vil verdiutviklingen på terminkontrakten være motsatt av verdiutviklingen på den underliggende posisjonen, slik at det oppstår verken tap eller gevinst.

**Future** er en betegnelse på en standardisert terminkontrakt som omsettes over børs.

En **FRA** («Forward Rate Agreement») er en terminkontrakt på en fremtidig rentesats, for eksempel 6-måneders renten om 3 måneder. Kontrakten gjøres opp samme dag som den fremtidige renteperioden starter, ofte IMM-datoer, på grunnlag av forskjellen mellom den avtalte renten og en valgt referanserate.

En finansiell **bytteavtale** (swap) er en kontrakt der to motparter bytter kontantstrømmer med hverandre. De to vanligste formene for bytteavtaler er rentebytteavtaler og valutabytteavtaler. I en rentebytteavtale byttes gjerne en fast rente mot en flytende rente. For eksempel kan en bank benytte rentebytteavtaler for å bytte rentebetalinger på obligasjoner med fast rente til betalinger av en flytende rente. Motparten i bytteavtalen betaler den faste renten som banken skal betale til obligasjonseierne, mens banken betaler en flytende rente tilbake til motparten. I en valutabytteavtale avtaler partene å bytte spesifiserte beløp av to ulike valutaer til dagens kurs (spotkursen), som så skal byttes tilbake til en på forhånd avtalt kurs (terminkursen) ved avtalens forfall. Forskjellen mellom spotkursen og terminkursen, det såkalte termintillegget, uttrykker rentedifferansen mellom de to valutaene for perioden frem til avtalen forfaller. Valutabytteavtaler benyttes for eksempel av bankene for å veksle om obligasjonsfinansiering i fremmed valuta til norske kroner. Det finnes også kombinerte valuta- og rentebytteavtaler, noe som i Norge betegnes som en basisswap («cross currency swap» på engelsk).

En **opsjon** er en kontrakt som gir den ene parten en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller selge (salgsopsjon) en eiendel til en bestemt pris på eller før en bestemt dato frem i tid. Den andre parten har en plikt til å gjennomføre denne transaksjonen dersom opsjonen blir benyttet. For dette betaler den som kjøper en opsjon en godtgjørelse, eller premie, til utstederen av opsjonen. Premien gir uttrykk for opsjonens markedsverdi ved kontraktsinngåelsen, som reflekterer verdien i dag og verdien av fremtidige gevinstmuligheter. Etter utstedelse vil opsjonens verdi variere med verdien av den underliggende eiendelen. Opsjonen vil bli utøvd dersom det lønner seg for den som eier den. En kjøpsopsjon utøves når verdien av den underliggende eiendelen er høyere enn kontraktsprisen, mens en salgsopsjon utøves når verdien av den underliggende eiendelen er lavere enn kontraktsprisen. I begge tilfeller sier man at opsjonen er «in-the-money». Ved å kjøpe en opsjon begrenses tapspotensialet på investeringen i den underliggende eiendelen til den innbetalte opsjonspremien, samtidig som gevinstpotensialet bevares fullt ut. Det skilles mellom opsjoner som kan utøves på ethvert tidspunkt mellom kontraktsinngåelsen og forfallsdatoen (amerikanske opsjoner) og opsjoner som bare kan utøves på forfallsdatoen (europeiske opsjoner).

En «**Credit Default Swap**» (**CDS**) er en forsikring mot mislighold av en obligasjon eller en indeks av obligasjoner. Selgeren av en CDS vil kompensere kjøperen av kontrakten dersom den underliggende obligasjonen misligholdes. CDS-prisen sier derfor noe om hvordan markedet vurderer sannsynligheten for mislighold.

Den viktigste referanserenten i Norge er den indikative renten, Nibor («Norwegian Inter Bank Offered Rate»). At Nibor er indikativ betyr at den ikke er basert på faktiske handler, men på et utvalg av bankers beste anslag på hva renten ville vært dersom handler ble gjennomført. Det er seks banker som sender inn rapporteringer, eller kvoteringer, av Nibor. Hver bank gir daglig en kvotering av renten for løpetider fra en uke opp til seks måneder. For flere detaljer om Nibor, se «Risikopåslagene i Nibor og andre lands interbankrenter» Norges Bank Staff Memo 20/2012, «En dekomponering av Nibor», Norges Bank Aktuell Kommentar 3/2015 og «Hva driver Nibor-påslaget», Norges Bank Aktuell Kommentar 10/2016.

I Nibor-regelverket, som er fastsatt av Finans Norge, heter det at: «Rentene som den enkelte panelbank leverer, skal reflektere de renter banken vil kreve for utlån i norske kroner til en ledende bank som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet». Basert på de seks bankenes innrapporterte renter beregnes Nibor som gjennomsnittet av de fire midterste observasjonene for hver løpetid, se nettsidene til *Finans Norge*.

Det er Nibor med tre og seks måneders løpetid som er mest brukt som referanse for andre finansielle produkter. Det gjennomføres svært få faktiske usikrede handler mellom bankene på disse løpetidene. I det usikrede interbankmarkedet i Norge skjer det meste av aktiviteten på løpetider opp til bare noen få dager. Også de viktigste referanserentene i andre land, som Euribor for euro og Libor for amerikanske dollar og britiske pund, er indikative referanserenter. Fastsettelse av referanserentene for usikrede lån innebærer derfor skjønnsutøvelse fra bankenes side.

### 1.1.6 Markedet for rentederivater

Rentederivater er mye brukt for å sikre seg mot svingninger i rentene. Banker er viktige aktører i dette markedet. En årsak er at bankene ofte betaler fast rente på sin obligasjonsgjeld, mens de i all hovedsak mottar flytende rente på utlån til husholdninger og bedrifter. Renten på slike utlån kan for eksempel være knyttet til den flytende renten Nibor. Hvis Nibor faller, risikerer banken at renteinntektene blir lavere enn renteutgiftene. Banken kan sikre seg mot effekten av slike renteendringer ved å inngå en rentebytteavtale (renteswap) med Nibor som referanserente, se boks: **Derivater** i kapittel 1.1.4. Rentebytteavtalen innebærer

da at banken betaler Nibor og mottar en fast rente (swaprenten). Dermed har den sikret seg mot svingningene i Nibor.

Rentederivater kan også brukes til å spekulere i utviklingen i rentemarkedet. Fastrenten (swaprenten) i en rentebytteavtale reflekterer markedets forventninger til Nibor over rentebytteavtalens løpetid. For eksempel, hvis en aktør ventet at Nibor vil øke mer enn det som prises inn i fastrenten, kan han kjøpe en rentebytteavtale slik at han betaler fastrenten (swaprenten) og mottar Nibor. Inntreffer aktørens forventning, vil han tjene på handelen.

En fremtidig renteavtale (FRA) brukes i hovedsak til å ta posisjoner ut fra forventninger om tremåneders Nibor på et fremtidig tidspunkt. Ved å kjøpe en FRA-kontrakt med tremåneders Nibor som referanserente forplikter man seg til å betale den faste FRA-renten i bytte mot tremåneders Nibor på et fremtidig gitt tidspunkt (ofte på IMM-datoer). Hvis tremåneders Nibor har steget mer enn det som var priset inn i FRA-renten, vil en aktør som har avtalt å betale FRA-renten tjene på dette på samme måte som ved kjøp av en rentebytteavtale.

#### 1.1.6.1 Aktører i markedet for rentederivater

Aktørene i rentederivatmarkedene kan deles inn i prisstillere og sluttbrukere. Prisstillerne er verdipapirforretak, herunder banker, som tilbyr både å kjøpe og selge derivater fra og til sluttbrukerne. Prisstillerne tjener penger på forskjellene mellom kjøps- og salgskurser. Forskjellen mellom kjøps- og salgskurser reflekterer risikoen prisstilleren påtar seg ved å stille bindende priser.

Sluttbrukerne er finansforetak, bedrifter, offentlig sektor, privatpersoner og institusjonelle investorer. Samme institusjon kan være både prisstiller og sluttbruker. Dette er tilfellet for mange av bankene, som i tillegg til å stille priser bruker derivater for å styre egen risiko eller for å ta posisjoner basert på sitt syn på renteutviklingen.

Staten kan bruke rentebytteavtaler som en del av statsgjeldsforvaltningen. Statens rentebindingstid reduseres hvis staten inngår avtaler om å motta faste renter og betale flytende renter. En begrunnelse for å gjøre dette har vært at kort rentebindingstid kan gi lavere rentekostnader enn lang rentebindingstid.

### 1.1.6.2 Markedsplasser og omsetning

Rentederivater kan omsettes både i OTC-markedet og over børs, men i Norge er handelen i all hovedsak OTC. Derivatkontrakter som handles i OTC-markedet, kan være skreddersydde eller standardiserte. Det er størst omsetning av de standardiserte kontraktene, som ofte er knyttet til IMM-datoene.

Den siste treårige undersøkelsen BIS («Bank for International Settlements») gjorde av aktiviteten i derivat- og valutamarkedet, viser at totalomsetningen av OTC-rentederivater i det norske markedet i april 2016 var 76 milliarder amerikanske dollar målt ved underliggende nominell verdi. Rentebytteavtaler og fremtidige renteavtaler (FRA) utgjorde henholdsvis 41 og 35 milliarder amerikanske dollar av den totale omsetningen. Det ble ikke rapportert om aktivitet i renteopsjoner. For mer informasjon om BIS undersøkelsen, se *Norges Banks nettsider*.

## 1.2 OBLIGASJONSMARKEDET

Obligasjoner er standardiserte lån med opprinnelig løpetid på over ett år. En obligasjon gir eieren rett på tilbakebetaling av det innbetalte beløpet (pålydende verdi eller hovedstol), samt på forhånd fastsatte renter (kupongrenter). Kupongrenter betales normalt en eller to ganger per år. Hovedstolen kan betales tilbake i avdrag på rentebetalingsstidspunktene eller, mer vanlig, på et på forhånd fastsatt tidspunkt (obligasjonens forfallstidspunkt).

Obligasjonsmarkedet er et organisert marked for utstedelse og omsetning av obligasjoner, og kan deles i et førstehåndsmarked og et annenhåndsmarked. Førstehåndsmarkedet er møteplass for aktører som har behov for langsiktige lån og aktører som vil spare langsiktig. Utstederne av obligasjoner låner penger i førstehåndsmarkedet gjennom å utstede (emittere) obligasjoner, som kjøpes av investorer. De største utstederne i obligasjonsmarkedet er banker og kredittforetak, staten og bedrifter. Blant de største investorgruppene finner vi livsforsikringsforetak og pensjonskasser, verdipapirfond og banker. Obligasjoner er omsettelige, og etter utstedelse kan de selges videre mellom investorer i annenhåndsmarkedet. For obligasjoner som jevnlig omsettes, er prisingen i annenhåndsmarkedet en viktig kilde til informasjon

om risikoen knyttet til utstederne, les mer i boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner.**

Standardiserte lån med kortere løpetid enn ett år kalles i Norge sertifikater eller statskasseveksler. Markedet for sertifikater er nærmere omtalt i *Kapittel 1.1 Pengemarkedet*.

### 1.2.1 Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet

Det finnes mange typer obligasjoner, der blant annet løpetid, rentevilkår og prioritet ved konkurs varierer. Dette avsnittet gjennomgår noen sentrale begreper ved klassifisering av obligasjoner.

#### 1.2.1.1 Løpetid

De fleste obligasjoner har løpetid fra ett til ti år, men noen har opp mot 20–30 år. Det har utenfor Norge også blitt noe mer vanlig med såkalte «ultralange» statsobligasjoner. Disse kan ha løpetid på 40–100 år. Løpetiden bestemmes av låntaker ut fra behovet for finansiering. Når løpetiden bestemmes, vil låntakeren også ta hensyn til hvor lenge investorene ønsker å plassere penger. Obligasjoner med innløsningsrett inneholder en klausul som enten gir utsteder eller investor rett til å kreve at lånet innfris før forfall. Dersom innløsningsretten gjelder utsteder, kan denne velge å kjøpe obligasjonen tilbake fra investoren til en på forhånd avtalt kurs. Innløsningsrett for obligasjonseieren gir tilsvarende rett til å selge obligasjonen tilbake til utsteder til en på forhånd avtalt kurs.

#### 1.2.1.2 Rente

Obligasjoner som med jevne mellomrom betaler en rente på obligasjonens pålydende verdi, kalles kupongobligasjoner. Obligasjoner som ikke betaler renter eller avdrag underveis kalles for nullkupongobligasjoner. Ved utstedelse er verdien av disse lavere enn pålydende dersom rentenivået i økonomien er positivt, mens pålydende betales tilbake ved forfall. Nullkupongobligasjoner er vanlig internasjonalt, men mindre brukt i Norge. Det mest vanlige i det norske markedet er en type kupongobligasjoner som kalles «bullet bonds». Disse obligasjonene betaler renter på faste datoer i perioden frem til forfall og hele pålydende ved forfall.

Kupongrenten som betales underveis kan være fast eller flytende. Obligasjoner med flytende rente betaler en kort referanserente (typisk 3 måneder Nibor) pluss

## RENTER OG RISIKOPÅSLAG PÅ OBLIGASJONER

Renten på en obligasjon er den kompensasjonen investor krever for å låne ut penger til utsteder. I tillegg til forventninger om fremtidig rente, kan renten inneholde risikopåslag som skal kompensere for ulike typer risiko. Risikopåslaget blir gjerne kalt premie og deles inn i løpetidsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Størrelsen på risikopremiene reflekterer hvor stor usikkerheten er, og hvor mye kompensasjon investorene krever for å påta seg usikkerheten. Se også «*Renteforventninger og betydningen av løpetidspremier*», *Norges Bank Penger og Kreditt 1/2003* og «*Risikopremier i det norske rentemarkedet*», *Norges Bank Penger og Kreditt 3/2005* for mer informasjon om risikopremier i det norske obligasjonsmarkedet.

Løpetidspremie skal kompensere investor for risikoen knyttet til at rentenivået kan utvikle seg ugunstig for investor i perioden den eier obligasjonen. For eksempel står en investor som har bundet renten i to år ved å kjøpe en toårig obligasjon overfor en prisrisiko/renterisiko hvis obligasjonen må selges om ett år. Det kan også oppstå løpetidspremier fordi investorer som investerer i rentepapirer med lengre løpetider binder opp likviditet over en lengre tidsperiode. Som følge av dette krever de en positiv likviditetspremie for å investere i renteinstrumenter med lengre løpetider. En stigende rentekurve trenger derfor ikke å reflektere at markedsaktørene forventer økte kortsiktige renter i fremtiden. Det finnes også andre teorier som søker å forklare løpetidspremier i rentemarkedet. Hvis investorer har klare preferanser for visse løpetider, kan løpetidspremiene variere i de ulike løpetidssegmentene.

Kredittpremie skal kompensere investorene for tap på obligasjonen dersom utsteder ikke betaler avtalte renter og avdrag.

Likviditetspremie skal kompensere for at det kan bli vanskeligere enn ventet å selge obligasjonen i markedet dersom investor ønsker å selge før obligasjonens forfall.

Siden usikkerheten om fremtidig utvikling normalt øker med løpetiden på obligasjonen, har obligasjoner med lang gjenværende løpetider normalt større påslag for løpetid-, kreditt- og likviditetsrisiko enn tilsvarende obligasjoner med kort løpetid.

Statsobligasjonsrenter og pengemarkedsrenter er mye brukt som referanserenter for andre obligasjoner. I det norske markedet er det mest vanlig å benytte pengemarkedsrenten NIBOR med tremåneders løpetid som referanse. Se «*Om langsiktige referanserenter i det norske obligasjonsmarkedet*», *Norges Bank Penger og Kreditt 3/2004* for mer informasjon om referanserenter. Dersom referanserenten er risikofri, er risikopåslaget investors kompensasjon for å velge en risikabel investering fremfor et risikofritt alternativ.

Obligasjonslån som omsettes jevnlig gir løpende prising av risiko knyttet til obligasjonen. Obligasjonsrentene er derfor en viktig informasjonskilde om risiko og avkastningskrav i markedet.

et fast risikopåslag, se boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner**. For slike obligasjoner varierer rentesatsen med rentenivået i økonomien. Obligasjoner med fast rente betaler en på forhånd fastsatt rentesats i hele lånets løpetid. For slike obligasjoner vil renten på utstedelsestidspunktet reflektere både aktørenes forventninger til det generelle rentenivået, og aktørenes kompensasjon for risikoen i det bestemte lånet. I Norge er det mest vanlig med obligasjoner med flytende rente, men alle statsobligasjoner utstedes med fast rente. Noen obligasjoner har renteregulering. Det innebærer at renten kan endres underveis i lånets løpetid etter nærmere bestemte regler.

### 1.2.1.3 Prioritet

En obligasjon er en gjeldspost på utsteders balanse. Ved konkurs har ulike typer obligasjoner forskjellig prioritet til tilbakebetaling. Obligasjonenes prioritet påvirker kompensasjonen investorer krever for å investere i obligasjonene.

Sikrede obligasjoner har pant i eller fortrinnsrett til bestemte eiendeler på utsteders balanse. I Norge har for eksempel obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) fortrinnsrett til et definert utvalg av særlig trygge eiendeler. OMF brukes i utstrakt grad av banksystemet for å finansiere boliglån, se boks: **Lån med sikkerhet**. Fortrinnsrett til eller pant i bestemte eiendeler reduserer investorenes risiko for ikke å få tilbakebetaling.

Usikrede obligasjoner kalles seniorobligasjoner. De har ikke sikkerhet knyttet til bestemte eiendeler, men representerer et generelt krav mot utsteder.

Obligasjoner med lavere prioritet enn seniorobligasjoner kan betegnes som *ansvarlig kapital*. Ansvarlig kapital vil, etter egenkapitalen, ta tap først dersom låntaker går konkurs. Sist i prioritetsrekkefølgen, etter all obligasjonsgjeld, kommer egenkapitalen.

Konvertible obligasjoner innebærer at obligasjonseierne kan konvertere eller bli pålagt å konvertere (bytte) obligasjonene til aksjer i samme selskap til en bestemt kurs. Kriteriene for når konvertering kan foretas, varierer mellom ulike lån. De siste årene har betingete konvertible obligasjoner («Contingent Convertibles», CoCos) vært mye omtalt. Det er obligasjoner utstedt av banker, som kontraktmessig skrives ned eller omgjøres til egenkapital dersom kapitaldekningen hos utsteder faller under et på forhånd angitt nivå. Denne typen obligasjoner kan innebære at obligasjonseiere tar tap før egenkapitalen er fullstendig nedskrevet. Les mer om CoCos i *Norges Bank Staff Memo 19/2014*.

### 1.2.2 Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet?

Det norske obligasjonsmarkedet omfatter obligasjoner som utstedes under norsk lovgivning. Ved utgangen av 2016 var utestående volum 1862 milliarder kroner. Obligasjonslån er ofte store og egner seg ikke som finansiering for mindre aktører. Utstederne i obligasjonsmarkedet er i hovedsak de samme som i pengemarkedet. De største utstederne i det norske obligasjonsmarkedet er staten, banksystemet og ikke-finansielle foretak (bedrifter), se tabell 1.1. Også kommunene finansierer seg i noen grad gjennom utstedelse av obligasjoner.

Tabell 1.1 Utstedergrupper i det norske obligasjonsmarkedet. Utestående volum i milliarder kroner ved utgangen av året

	2014	2015	2016
Banker og kredittforetak	776	772	830
Statsforvaltningen	344	338	383
Kommuneforvaltningen	75	83	90
Norske ikke-finansielle foretak (bedrifter)	257	268	272
Utlandet	258	248	268
Øvrige	19	16	19
<b>SUM</b>	<b>1 728</b>	<b>1 725</b>	<b>1 862</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå



## LÅN MED SIKKERHET

Enkelte utstedere kan ha garantier på sine obligasjonslån. Disse lånene regnes som spesielt sikre siden garantisten må betale dersom låntaker ikke gjør opp for seg. Lån der staten er garantist er de sikreste lånene. Andre obligasjonslån kan ha bestemmelser som ved konkurs gir obligasjonseierne pant i eiendeler eller fortrinnsrett fremfor eiere av andre obligasjoner fra samme utsteder.

**Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF):** OMF er en type obligasjoner med sikkerhet, og er den norske versjonen av det som internasjonalt kalles for «covered bonds». Covered bonds har stått sentralt i boliglansfinansieringen i flere europeiske land i lang tid, blant annet i Danmark, Sverige og Tyskland. OMF ble innført i Norge i 2007. For en nærmere omtale av det norske regelverket og markedet for OMF, se «*Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst*», *Norges Bank Penger og Kreditt 1/2010*.

OMF gir investorene fortrinnsrett til en definert masse av særlig trygge eiendeler på utsteders balanse. Obligasjonene er omfattet av et eget regelverk som stiller strenge krav til hvem som kan utstede slike obligasjoner og til kvaliteten på de underliggende sikkerhetene. Det er bare kredittforetak med spesiell tillatelse som kan utstede OMF, og disse er i hovedsak eid og kontrollert av bankene. Som sikkerheter godkjennes boliglån opp til 75 prosent av boligens verdi, lån til nærings- og fritidseiendom innenfor 60 prosent av eiendommens verdi, lån til eller lån garantert av enkelte stater og myndigheter samt enkelte derivater. Utlån til bolig utgjør det aller meste av sikkerhetsmassen i de norske OMF-ene. Etter det såkalte balansekravet må verdien av sikkerhetsmassen til enhver tid utgjøre minst 102 prosent av verdien av utestående OMF, også kalt overpantsettelse<sup>1</sup>. Det er det enkelte kredittforetaks ansvar å sørge for at sikkerhetsmassen til enhver tid oppfyller kravene. Overpantsettelse gir investorene ekstra sikkerhet mot at verdien av sikkerhetsmassen blir lavere enn utestående lån.

**Verdipapiriserte obligasjoner («Asset Backed Securities» (ABS)):** Verdipapirisering innebærer at utsteder selger bestemte eiendeler til et juridisk selvstendig spesialforetak, som finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner med sikkerhet i eiendelene. Til forskjell fra covered bonds er ABS-er normalt ikke underlagt et regelverk som definerer hva slags eiendeler som kan benyttes som sikkerhet. Hva slags type eiendeler som inngår i sikkerhetsmassen varierer og reguleres i den enkelte låneavtale. Til forskjell fra covered bonds er det ikke krav om at utsteder må opprettholde verdien av sikkerhetsmassen. Kredittrisikoen i sikkerhetsmassen blir dermed fullt ut overført til investorene. Spesialforetak er heller ikke underlagt særskilt tilsyn og kapitalkrav slik vanlig er for foretak i finansiell sektor. ABS-ene deles inn etter kvalitet og løpetid i såkalte transjer med ulik risikoprofil. Transjene med høyest risiko, men også høyest rente, må ta tap først. Investorene kan justere sin risikoprofil gjennom hvilken transje av obligasjonen de kjøper. Verdipapirisering er utbredt i boliglansfinansieringen i land som USA og Storbritannia, mens de fleste europeiske land i større grad bruker covered bonds. I Norge har verdipapiriserte obligasjoner vært svært lite brukt, og fra 2015 ble det ulovlig å utstede slike obligasjoner i Norge.

Før OMF ble innført i Norge i 2007 var seniorobligasjoner banksystemets viktigste kilde til langsiktig markedsfinansiering. Siden 2007 har utestående volum av seniorobligasjoner fra banksystemet falt i takt med at OMF har tatt over mer av boligfinansieringen. Seniorobligasjoner er fremdeles en viktig finansieringskilde for utlån som ikke kvalifiserer som sikkerhet for OMF. Seniorobligasjoner utstedt av bankene er i hovedsak «bullet bonds» med flytende rente.

1) Balansekravet ble 29. mars 2017 endret i finansforetaksforskriften fra 100 til 102 prosent av verdien av utestående OMF.



### 1.2.2.1 Staten

Staten er den største enkeltutstederen i det norske obligasjonsmarkedet. Disse obligasjonene kalles statsobligasjoner, og ved utgangen av 2016 var utestående volum 383 milliarder kroner. I tillegg hadde staten utestående 76 milliarder kroner i statskasserveksler, som er nærmere omtalt i kapittel 1.1 *Penge-markedet*. Statsobligasjonene utstedes i norske kroner og er «bullet bonds», det vil si med årlig betaling av en fast rente og tilbakebetaling av hovedstol ved forfall.

I internasjonal sammenheng er det norske statspapirmarkedet lite. Det henger sammen med at den norske staten har et lite lånebehov på grunn av høye petroleumsinntekter. Vanligvis låner stater penger for å finansiere budsjettunderskudd og for å styrke valuta-reservene. Den norske stat er netto fordringshaver på utlandet, men har likevel behov for en likviditetsreserve til daglige utbetalinger. Staten låner også for å finansiere utlån til og kapitalinnskudd i statsbankene og andre statlige låneordninger. De statlige utlånsordningene som finansieres gjennom opptak av statsgjeld inkluderer blant annet Statens lånekasse for utdanning, Husbanken, boliglånordningen i Statens pensjonskasse og Eksportkreditt Norge.

Statsobligasjoner er fordringer på staten, og kreditt-risikoen i obligasjonene regnes som svært lav. Statsobligasjoner kjennetegnes også av at de er likvide. Det vil si at de lett kan selges uten at markedsprisen påvirkes mye. Statsobligasjoner har derfor lavere rente enn private papirer. I mange land har rentene på statsobligasjoner en viktig rolle i økonomien som referanserenter for prising av andre obligasjoner og finansielle instrumenter, se boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner** i kapittel 1.2. I Norge søker staten å spre lånene på ulike løpetider slik at det finnes referanserenter for statspapirer med løpetider opptil ti år. Statens opplåning bidrar på den måten til et mer vel-fungerende finansmarked.

### 1.2.2.2 Kommuner og fylker

Norske kommuner og fylkeskommuner er en mindre utstedergruppe i det norske obligasjonsmarkedet. Utestående volum fra denne sektoren utgjorde om lag 5 prosent av markedet ved utgangen av 2016. Kommunene låner også mye gjennom Kommunal-

banken, som i hovedsak henter finansieringen i utenlandske obligasjonsmarkeder.

### 1.2.2.3 Banker og kredittforetak

Banksystemet består av banker og bankeide kredittforetak og er samlet sett den største utstedergruppen i det norske obligasjonsmarkedet. Utestående volum fra denne sektoren samlet var 830 milliarder kroner ved utgangen av 2016, eller noe under halvparten av utestående volum i markedet. Det er vanlig å skille mellom obligasjoner med og uten sikkerhet i bankens eiendeler. Obligasjoner uten sikkerhet kan videre klassifiseres ut fra hvilken prioritet (subordinering) de har dersom banken må avvikles eller på annen måte krisehåndteres av myndighetene. Norske banker og kredittforetak henter også mye finansiering i utenlandske obligasjonsmarkeder, se boks: **Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet**.

Gjennom obligasjonsmarkedet kan banker og kredittforetak finansiere seg langsiktig, med løpetider mer lik løpetidene på utlånene. I internasjonal sammenheng kjennetegnes det norske banksystemet av en høy andel obligasjonsfinansiering.

Bankene har opprettet spesielle kredittforetak som har overtatt deler av bankenes utlån til bolig og næringseiendom. Disse kredittforetakene utsteder obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) med sikkerhet i utlånene, les mer i boks: **Lån med sikkerhet**. Utestående volum i markedet for OMF var ved utgangen av 2016 530 milliarder kroner, eller om lag 30 prosent av hele det norske obligasjonsmarkedet.<sup>1</sup> De fleste bankene eier kredittforetak i fellesskap med andre banker, mens de største bankene har egne kredittforetak. Gjennom utstedelse av OMF via felleseide kredittforetak, kan også mindre banker få tilgang til et større finansieringsmarked. Mesteparten av OMF-ene i det norske markedet utstedes med flytende rente, noe som har sammenheng med at boliglånene som OMF-ene finansierer i all hovedsak har flytende rente.

Under finanskrisen var det til tider vanskelig å utstede obligasjoner. Bankene ble derfor gitt mulighet til å

<sup>1</sup>) Inkluderes OMF utstedt av KLP Kommunekreditt, som utsteder OMF med sikkerhet i offentlig garanterte utlån, var utestående volum 549 milliarder kroner ved utgangen av 2016.

## NORSKE BANKER OG KREDITTFORETAKS OBLIGASJONSFINANSIERING FRA UTLANDET

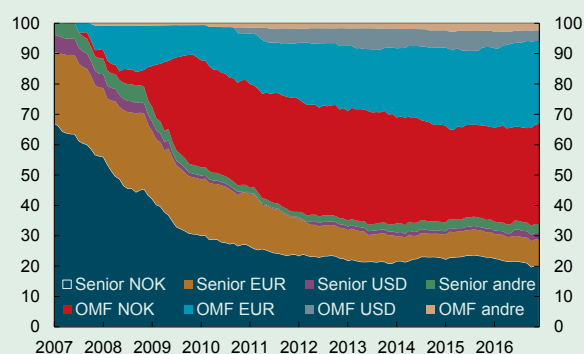
Norske banker og kredittforetak henter store deler av sin obligasjonsfinansiering i utenlandsk valuta. Ved utgangen av 2016 var om lag 45 prosent av obligasjonsfinansieringen utstedt i utenlandsk valuta, se figur 1.5. Mesteparten av obligasjonene er utstedt i euro, men bankene utsteder obligasjoner i mange ulike valutaer. De viktigste valutaene er amerikanske dollar, svenske kroner, sveitsiske franc og britiske pund. Spesielt selger kredittforetakene store volumer av OMF i utenlandske markeder, se boks: **Lån med sikkerhet**.

Noe av valutafinansieringen til det norske banksystemet benyttes til å finansiere eiendeler i samme valuta. Resten veksles om, i hovedsak for å finansiere utlån i norske kroner. For å gjøre denne omvekslingen benytter banksystemet seg av en type derivat som kalles bytteavtaler, se boks: **Derivater** i kapittel 1.1. Gjennom valutabytteavtaler kan banksystemet veksle finansieringen fra valuta til norske kroner i dag, og samtidig inngå en avtale om å reversere transaksjonen på et bestemt tidspunkt i fremtiden. På denne måten skaffer bankene seg de kronene de trenger, og sikrer at de får igjen valutaen i tide til å betale ned obligasjonslånet ved forfall. Gjennom rentebytteavtaler kan bankene også bytte rentebetalinger på fastrenteobligasjoner til flytende rentebetalinger. Flytende rente på innlån reduserer risikoen for bankene, som i hovedsak har utlån med flytende rente.

Bytteavtaler for valuta og renter kan enten strekke seg over hele obligasjonslånets løpetid, eller bankene kan rullere en serie med kortere avtaler. OMF-kredittforetakene bruker kombinerte rente- og valutabytteavtaler (basisswapper), som strekker seg over hele obligasjonslånets løpetid, og er dermed fullt ut sikret helt frem til forfallstidspunktet.

For en nærmere gjennomgang av banksystemets finansiering i utenlandske obligasjonsmarkeder, se «*Norske bankars valutafinansiering av egedelar i norske kroner*», Norges Bank Staff Memo 2/2014.

**Figur 1.5 Norske bankers obligasjonsgjeld. Fordelt på valuta og type. Norske banker og OMF-kredittforetak. Prosent. Januar 2007–desember 2016**



Kilder: Bloomberg og Stamdata

bytte inn sine egne OMF i likvide statskasseveksler gjennom den såkalte bytteordningen med staten. Dette bidro til en markert økning i utestående OMF volum i norske kroner i perioden 2009–2010. Bytteordningen ble avsluttet i 2014.

#### 1.2.2.4 Ikke-finansielle foretak (bedrifter)

For ikke-finansielle foretak er obligasjonslån et alternativ til å låne i bank. De aller fleste norske bedrifter er for små til å utstede obligasjoner, og det aller meste av kredittformidlingen til bedriftene skjer gjennom bankene. De siste årene har imidlertid et økende antall bedrifter hentet finansiering i det norske obligasjonsmarkedet, og utestående volum har økt til 418 milliarder kroner ved utgangen av 2016. Det norske regelverket for obligasjonsutstedelse er mer kortfattet og standardisert enn i mange andre land. Det har trolig bidratt til at flere mindre norske aktører og enkelte utenlandske aktører har valgt å benytte seg av det norske obligasjonsmarkedet.

Bedriftene kan ha ulike motiver for å hente finansiering i obligasjonsmarkedet. I noen tilfeller kan foretaket oppnå bedre finansieringsbetingelser i markedet enn gjennom banken, mens i andre tilfeller er obligasjonsmarkedet en mulighet for foretak som ikke får lån i banksystemet.

Mens det tidligere i hovedsak var bedrifter innen kraftforsyning som benyttet seg av det norske obligasjonsmarkedet, utgjør sektorer som olje, gass og shipping nå betydelige deler av utestående volum.

Det norske markedet kjennetegnes i dag av en betydelig andel obligasjoner utstedt av bedrifter med høy kreditt risiko, såkalte høyrisikoobligasjoner. Ved utgangen av 2016 utgjorde slike obligasjoner i underkant av 55 prosent av utestående obligasjoner fra bedrifter. Markedet for høyrisikoobligasjoner har vokst frem de siste ti årene. Blant høyrisikoforetakene finner vi også en rekke utenlandske utstedere. Fordi en del av foretakene har sine inntekter i fremmed valuta, er også en stor del av obligasjonene denominert i andre valutaer enn norske kroner, spesielt amerikanske dollar.

I foretaksobligasjonsmarkedet er det mer vanlig med obligasjoner med fastrente enn det som er tilfellet for obligasjoner utstedt av banksystemet. Faste kupongbetalinger gir bedriftene mer forutsigbarhet. Blant bedriftene er det relativt vanlig at obligasjoner utstedes med sikkerhet i bestemte eiendeler. Det gjelder særlig for bedrifter innen eiendom, olje, gass og skipsfart, der bygninger, skip, oljerigger eller andre anleggsmidler benyttes som panteobjekter.

#### 1.2.3 Hvem investerer i obligasjonsmarkedet?

De største investorgruppene i det norske obligasjonsmarkedet er livsforsikringsforetak, pensjonskasser, banker og verdipapirfond, se tabell 1.2. I statspapirene er utlendinger den dominerende investorgruppen. Sammenliknet med andre lands statspapirmarkeder, er eierandelen til utenlandske investorer relativt høy i Norge.

Tabell 1.2 Investorer i det norske obligasjonsmarkedet. Beholdning i milliarder kroner ved utgangen av året

	2014	2015	2016
Banker og kredittforetak	438	397	453
Verdipapirfond	228	241	255
Livsforsikringsforetak og pensjonskasser	364	350	380
Skadeforsikringsforetak	59	72	62
Statsforvaltningen	89	92	106
Utlandet	470	487	519
Øvrige	80	85	87
<b>SUM</b>	<b>1 728</b>	<b>1 725</b>	<b>1 862</b>

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Livsforsikringsforetak og pensjonskasser har langsiktige forpliktelser og har tradisjonelt investert i obligasjoner med lang løpetid og lav kredittrisiko. Disse aktørene er derfor store investorer i statsobligasjoner, OMF og kommuneobligasjoner, men de kjøper også obligasjoner utstedt av bedrifter med lav kredittrisiko. I mange tilfeller holder de obligasjonene til de forfaller. De siste årene har livsforsikringsforetak og pensjonskassenes eierandeler i statsobligasjoner og OMF falt. Dette kan henge sammen med at disse investorene har nominelle krav til avkastning, som har vært høyere enn dagens lave renter på statsobligasjoner og OMF. Les mer i kapittel 2.5 *Forsikringsforetak* og i kapittel 2.6 *Pensjonskasser*.

Banker holder også lett omsettelige statspapirer, OMF og kommuneobligasjoner i betydelig grad som en buffer mot likviditetsproblemer. Ved behov for likviditet skal banken kunne selge av beholdningen av likvide papirer. Bankenes eierandeler av statspapirer og OMF har økt de siste årene. Dette har sammenheng med nye reguleringer som stiller krav til sammensetningen og størrelsen på bankenes likviditetsportefølje. Både statspapirer og OMF er blant papirene som godkjennes som likvide eiendeler for å oppfylle den såkalte «Liquidity Coverage Ratio» (LCR), les mer i kapittel 2.2.6 *Likviditetsregulering*.

Verdipapirfond forvalter sparing på vegne av sine kunder. Hva slags papirer det individuelle fondet investerer i, henger sammen med hva slags spareprodukt de har solgt til kundene. Enkelte fond investerer bare i statsobligasjoner, mens andre kjøper høyrisikoobligasjoner. Verdipapirfond er største investorgruppe i bankobligasjoner og kjøper også OMF og kommunepapirer. Les mer i kapittel 2.7 *Verdipapirfond*.

#### 1.2.4 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner

Markedet for utstedelse av obligasjoner kalles førstehåndsmarkedet. Det er her aktører med langsiktig lånebehov møter aktører som ønsker langsiktig sparing. Mens statsobligasjonene utstedes gjennom auksjoner, skjer utstedelse av andre obligasjoner gjennom såkalte bokbyggingsprosesser eller rettede emisjoner. Utstederne kan øke utestående volum i et obligasjonslån flere ganger i førstehåndsmarkedet. Slike utvidelser kalles på engelsk «tap issues» eller «reopenings».

##### 1.2.4.1 Auksjoner

Statsobligasjonene utstedes gjennom hollandske auksjoner på Oslo Børs. Hollandsk auksjon betyr at alle som får tildeling i auksjonen, betaler den samme kursen, som er lik den laveste kursen som ble gitt tildeling. Dette i motsetning til amerikansk auksjon som innebærer at budgiverne betaler den prisen de har bydd. I auksjonen legger budgiverne inn bud som består av hvor mye de ønsker å kjøpe (volum) og til hvilken kurs. En høy kurs betyr en lav rente for staten. Budene rangeres fra høyeste til laveste kurs. Auksjon av statsobligasjonene sikrer lave lånekostnader for staten.

Tidligere kunne hvem som helst delta i auksjoner av statsobligasjoner. Siden 2006 er det bare et utvalg banker, kalt primærhandlere, som kan delta direkte i auksjonene. Staten har inngått en avtale med primærhandlerne, som gjør at de har enerett og plikt til å delta i auksjonene av statspapirer. De er imidlertid ikke forpliktet til å innlevere et bestemt budvolum per auksjon. Primærhandlerne tar i mot bud på vegne av kunder som ønsker å investere i norsk stat. Alternativt kan primærhandlerne kjøpe papirene til seg selv og deretter selge dem i annenhåndsmarkedet når investorene etterspør dem.

Norges Bank er forvalter den norske statsgjelden etter mandat fra Finansdepartementet. Det annonseres regelmessig når Norges Bank skal gjennomføre auksjoner og hvor mye det tas sikte på å låne. Hensikten med dette er lavere lånekostnader for staten gjennom å redusere investorenes usikkerhet og bidra til større transparens i markedet.

##### 1.2.4.2 Bokbyggingsprosesser

Mens statsobligasjonene utstedes gjennom auksjoner, utstedes andre større obligasjonslån gjennom det som kalles bokbyggingsprosesser. En slik prosess begynner med at utstederne med behov for finansiering tar kontakt med ett eller flere meglerhus. Det er vanlig at utsteder angir rammer for hvor mye finansiering de har behov for og hvilken pris de er villig til å betale. Meglerhusene hjelper utstederne med å tilrettelegge obligasjonslånet. De kontakter mulige investorer og «bygger en bok» der investorene indikerer hvor mye de er interessert i å kjøpe og til hvilken pris. Det kan være mange investorer i et enkelt obligasjonslån. Utstederne kan justere volum og pris på

obligasjonen avhengig av interessen i markedet. Det er vanlig at obligasjonslånet blir overtegnet. Dersom dette ikke skjer, kan tilretteleggerne være forpliktet til selv å kjøpe differansen mellom det utsteder ønsker å selge og det andre investorer ønsker å kjøpe. Tilretteleggerne kan samtidig tilby utstedere og investorer derivater slik at de kan endre rentebindingen eller veksle om til en annen valuta. Hele prosessen tar normalt kort tid og utsteder betaler tilretteleggerne for tjenestene. Utsteder markedsfører gjerne utstedelser i forkant av at de skal legge ut et obligasjonslån. Dette er særlig vanlig dersom utstederen ikke er kjent for investorene fra før.

#### 1.2.4.3 Rettede emisjoner

Mindre obligasjonslån kan utstedes gjennom såkalte rettede emisjoner (engelsk: «private placements»), der obligasjonene selges til et fåtall investorer uten markedsføring i markedet via en tilrettelegger. I mange tilfeller kan det være bare én investor som kjøper hele lånet, og det kan ofte være investoren selv som tar initiativ til transaksjonen. I slike tilfeller vil utsteder ofte tilpasse lånets størrelse, løpetid og andre betingelser etter investorens ønsker. En utsteder kan foretrekke en rettet emisjon fremfor å hente finansiering i markedet ved markedsuro eller fordi prisen som regel blir lavere når det er investor som ønsker en spesiell utstedelse.

#### 1.2.5 Annenhåndsmarkedet for obligasjoner

Mens noen investorer kjøper obligasjoner for å holde dem til forfall, vil andre være interessert i muligheten for å selge obligasjonene videre før de forfaller. Markedet for omsetning av obligasjoner (og verdipapirer generelt) mellom investorer kalles annenhåndsmarkedet.

Handel i obligasjoner kan inngås på ulike måter. Børsnoterte obligasjoner i Norge er tilgjengelige på Oslo Børs' elektroniske system for handel direkte mellom investorer. Dette benyttes i liten grad. Mer utbredt er det at obligasjoner handles ved at kjøpere og selgere tar kontakt med hverandre, såkalt «over-the-counter» (OTC). Dette skjer ofte via en obligasjonsmegler som hjelper investorene med å finne motparter i transaksjonen. Meglerhuset kan også selv opptre som motpart inntil de finner en annen investor, såkalt «market-making». Kjøper og selger sender begge inn opplysningene om eierskifte til *Verdipapirsentralen*

(VPS) som kontrollerer at opplysningene stemmer overens. Handelen blir normalt gjort opp to dager etter at den er meldt inn til VPS, les mer i kapittel 3.3 *Verdipapiroppkjøret (VPO)*.

Obligasjoner som er ventet å bli mye omsatt i annenhåndsmarkedet, noteres gjerne på børs. Børsnoterte lån er også tilgjengelige for elektronisk handel på børsens elektroniske handelsplattform. Noen investorer stiller krav om at lånene de investerer i skal være notert på børs. Gjennom børsnotering kan utstedere få tilgang til en større investorbase. Notering kan bedre likviditeten i papirene og bidra til å redusere likviditetspremien utsteder må betale, les mer om ulike risikopåslag i boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner** i kapittel 1.2. Obligasjoner kan også registreres på alternative markedsplasser, som Oslo ABM («Alternative Bond Market»), som er underlagt mindre omfattende rapporteringskrav.

#### 1.2.5.1 Annenhåndsmarkedet for statspapirer

Alle de norske statspapirene er notert på Oslo Børs og kan handles via børsen. Primærhandlerne er forpliktet til å stille bindende kjøps- og salgskurser for et minstevolum i alle utestående statspapirer på Oslo Børs.<sup>2</sup> Primærhandlerne opptre dermed som markemakere i statspapirene. På denne måten bidrar de til bedre likviditet i statspapirene og til at det til enhver tid finnes oppdatert informasjon om de effektive statsrentene. Likviditet og god informasjon er viktig for at statsrentene skal fungere som referanserenter og kan også bidra til å redusere lånekostnadene for staten. Bare en liten andel av handelen i statspapirene skjer elektronisk via børsen. Det meste avtales direkte mellom aktørene. Primærhandlerne markedsfører statslånene overfor investorer i både inn- og utland. Primærhandlerne kan låne papirer av staten slik at de kan stille salgskurser til enhver tid. Staten kan låne ut statspapirer til primærhandlerne for inntil en uke av gangen. For dette formålet har staten selv en egenbeholdning i alle sine papirer.

I internasjonal sammenheng er den børsregistrerte omsetningen i norske statspapirer relativt lav. De siste 15 årene har omsetningshastigheten falt betydelig,

2) Ved utgangen av 2016 var minstevolumene 75 millioner kroner for lån med gjenstående løpetid inntil 2 år (dvs. kravet gjelder også for statskassevekslene), 55 millioner kroner for lån med gjenstående løpetid fra og med 2 år inntil 7 år og 45 millioner kroner for lån med gjenstående løpetid fra og med 7 år.

se figur 1.6. Omsetningshastigheten er en indikator som ofte benyttes for å si noe om likviditeten i annenhåndsmarkedet. Den sier noe om handelsaktiviteten i forhold til utestående volum i en gitt periode. En høyere tallverdi på omsetningshastigheten tilsier et mer aktivt annenhåndsmarked, som igjen er én indikator på et likvid marked.

Handel mellom aktører som ikke er medlemmer på Oslo Børs, fanges ikke opp i børstatistikken. De siste årene har det kommet flere elektroniske handelsplattformer for statsobligasjoner, som MTS, Eurex Bonds, Tradeweb og Bondvision. Ettersom en stor del av investorene i norske statspapirer er utlendinger, som ikke er medlemmer av børsen, kan det potensielt være betydelige omsetningsvolum som ikke inngår i den offisielle statistikken til Oslo Børs.

### 1.2.5.2 Annenhåndsmarkedet for andre obligasjoner

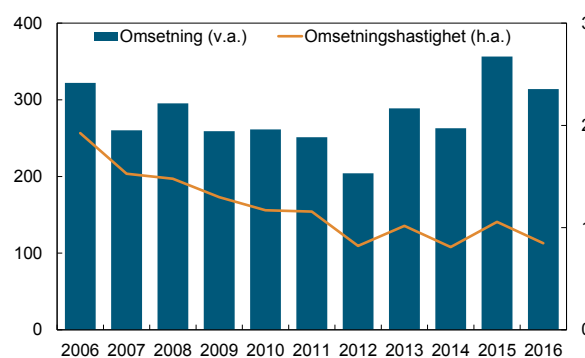
Også for andre obligasjoner gjennomføres det meste av handelen i annenhåndsmarkedet via obligasjonsmeglere. Meglerhus opptre som market-makere, også for andre papirer enn statspapirer. I motsetning til i statspapirmarkedet er det ikke krav om å stille bindende priser i private obligasjoner. Prisstillerne stiller indikative priser som skal antyde hva de kan være villige til å kjøpe og selge obligasjonene for. Kundene må ta kontakt for å få nøyaktige priskvoteringer og gjennomføre handler.

Både OMF-er og andre obligasjoner kan være notert på Oslo Børs, men handelen foregår i all hovedsak OTC. Børsen introduserte i 2014 en referanseliste for OMF som oppfyller visse krav til størrelse og investorspredning. For obligasjonene i denne listen stilles det nå indikative priser kontinuerlig gjennom dagen. Referanselisten skal bidra til bedre likviditet i papirene, samt å markedsføre dem for investorer.

### 1.2.6 Andre aktører i obligasjonsmarkedet

Kredittvurderingsbyråer vurderer kredittkvaliteten på utstedere og obligasjonslånene deres og gir dem en kredittvurdering («rating» på engelsk) etter en skala. Kredittvurderinger kan sees på som en vurdering av det forventede tapet. Markedets prising av risiko knyttet til utstedere og obligasjoner er derfor nært knyttet til kredittvurderingen disse oppnår.

**Figur 1.6 Omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs og omsetningshastighet<sup>1</sup>. Milliarder kroner. 2006-2016**



1) Omsetningshastighet er total omsetning i løpet av ett år, delt på gjennomsnittlig utestående volum i det samme året.

Kilde: Oslo Børs

Det er ofte svært mange investorer i et enkelt obligasjonslån. Det er derfor vanlig å oppnevne en tillitsmann som skal opptre som felles kontakt på obligasjonseierne vegne og ivareta deres interesser vis-à-vis utsteder. I de nordiske obligasjonsmarkedene er det «Nordic Trustee» som opptre som tillitsmann. Tilstedeværelsen av en tillitsmann er viktig for at obligasjonseierne skal føle seg trygge på at deres rettigheter ivaretas.

## 1.3 VALUTA

Valuta er den generelle betegnelsen på et lands pengeenhet. Norske kroner er Norges valuta, mens britiske pund er den britiske valutaen. Valutamarkedet er markedet for kjøp og salg av valuta. En valutakurs er prisen på én valuta uttrykt i en annen valuta. Kursen blir bestemt i valutamarkedet. En svært liten del av aktiviteten i valutamarkedet skjer ved omveksling av kontanter eller ved bruk av reisesjekker. Det aller meste av vekslingen skjer i praksis ved at innskudd i nasjonal valuta i et banksystem (for eksempel norske kroner i en norsk bank) blir overført til et innskudd i en annen valuta i denne valutaens banksystem (for eksempel svenske kroner i en svensk bank). Hvordan valutahandler gjøres opp er forklart i kapittel 1.3.3 *Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet*. Det er spesielle risikoer forbundet med oppgjør av valutahandler, der det blant annet kan



være stor tidsforskjell mellom de nasjonale oppgjørssystemene som inngår i handelen. Dette er omtalt i kapittel 3.2.3. *Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS*. Det er en egen standard for betegnelse av valutaer, se boks: **Valutakoder (ISO 4217)**.

### 1.3.1 Valutamarkedet

Valutamarkedet er målt etter omsetning verdens største marked. Det er åpent nesten hver dag, 24 timer i døgnet. Det finnes ikke ett sentralisert valutamarked, men en verdensomspennende samling av ulike markedsplasser. For norske kroner foregår det meste av handelen i utlandet, for eksempel i London, New York, København og Stockholm. Valutamarkedet er blant markedene som er underlagt færrest reguleringer og myndighetskrav.

Valutakursen uttrykker bytteforholdet mellom to ulike valutaer og kalles også ofte for et valutakryss eller et valutapar. Kursen oppgis som prisen på én enhet av en valuta, kalt basisvalutaen, målt i en annen valuta, kalt kvoteringsvalutaen. For euro anbefaler den europeiske sentralbanken (ESB) å benytte euro som basisvaluta, det vil si uttrykke hva én euro tilsvarer i utenlandsk valuta.

En valutakurs bestemmes av tilbud og etterspørsel i valutamarkedet. Tilbud og etterspørsel etter valuta er knyttet til transaksjoner i forbindelse med internasjonal handel i varer og tjenester, betaling av renter og stønader mellom land, og internasjonale kapitaltransaksjoner, som lån eller investeringer. Spekulative kapitaltransaksjoner utgjør en betydelig andel av transaksjonene i valutamarkedet. Tradisjonelle modeller som søker å forklare utviklingen i valutakurser på noe lengre sikt, er gjerne bygd på utviklingen i makroøkonomiske størrelser, som renter, inflasjon og produksjon. På kort sikt påvirkes valutakursene av en rekke markedstekniske forhold.

### 1.3.2 Instrumenter i valutamarkedet

#### 1.3.2.1 Spothandel

Den vanligste transaksjonen i valutamarkedet er såkalt spothandel. Med det menes kjøp og salg av valuta for «umiddelbar levering». For de fleste valutapar vil spothandel si at oppgjøret skal finne sted to virkedager etter at handelen ble inngått, men noen valutapar har også oppgjør dagen etter handledag.

## VALUTAKODER (ISO 4217)

ISO 4217 er en internasjonal standard for betegnelse av valutaer etablert av Det internasjonale standardiseringsforbundet (ISO). Kodene ble innført i 1978. Standarden er basert på tre bokstaver og har gjort det mulig å standardisere databehandling av forskjellige valutaer fordi spesialtegn som \$ (amerikanske dollar), € (euro) og £ (britiske pund) er gjort overflødige. De to første bokstavene er basert på alfa-2 landkodene i ISO 316-1 og betegner landet. Kodene er de samme som brukes på internett. Den siste bokstaven betegner valutasorten. For norske kroner er koden NOK, NO for Norge og K for kroner. På samme måte er for eksempel koden for amerikanske dollar og britiske pund henholdsvis USD og GBP. Et viktig unntak er EUR, som er betegnelsen for euro.

#### 1.3.2.2 Terminhandel («Outright»)

Det er også mulig å inngå avtaler om oppgjør på et senere tidspunkt. En slik kontrakt kalles en terminkontrakt. Valutakursen som benyttes i en terminkontrakt, kalles terminkursen, som er spotkursen justert for renteforskjellen mellom de to valutaene for den aktuelle løpetiden. Denne justeringen kalles enten for termintillegg eller terminfradrag, avhengig av om renteforskjellen er positiv eller negativ. Den engelske betegnelsen på slike handler er «outright», noe som indikerer at terminhandel, i motsetning til en bytteavtale, ikke er en avtale som skal reverseres på et senere tidspunkt.

#### 1.3.2.3 Valutaderivater

Med derivater menes avledede instrumenter, det vil si investeringsobjekter som endrer verdi når verdien på et underliggende objekt endres. De mest brukte derivatene i valutamarkedet er valutaswapper (valutabytteavtaler) og valutaopsjoner, se boks: **Derivater** i kapittel 1.1.

Valutaswapper benyttes i stor grad som en del av bankenes likviditetsstyring, både i norske kroner og utenlandsk valuta. Bankene vil da motta en valuta mot å gi fra seg en annen valuta for kortere eller



lengre tid. Ved oppgjør av terminkontrakten reverse-res valutastrømmene. Det er mest omsetning av kontrakter med inntil ett års løpetid. Valutaswapper innebærer ingen valutakursrisiko for bankene. Slike avtaler er derfor nyttige for aktører som ønsker å beskytte seg mot valutakursbevegelser.

Valutaopsjoner brukes særlig for å sikre seg mot store uønskede kursutslag, men benyttes også for å ta spekulative posisjoner i valutamarkedet. Valutaopsjoner omsettes i all hovedsak OTC, se boks: **Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC** i begynnelsen av dette kapitlet.

### 1.3.3 Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet

Banker har tradisjonelt hatt en viktig rolle som prisstillere i valutamarkedet, gjennom å stille bindende kjøps- og salgskurser som aktørene kan handle til. Valutamarkedet var tidligere i stor grad basert på telefonkontakt mellom bankene. Såkalte «voice brokere» var også viktige aktører i markedet og bidro til et velfungerende marked gjennom å formidle priser mellom prisstillerne via faste, åpne telefonlinjer. I dag foregår en betydelig del av valutahandelen på elektroniske handelsplattformer. I senere år har også andre aktører enn banker begynt å opptre som prisstillere i markedet. Dette gjelder for eksempel store finansielle aktører som spesialfond (hedgefond) og andre «High Frequency Traders» (HFT). Slike aktører kan handle i store internasjonale bankers navn via spesielle motpartskoder og på bankenes kredittlinjer. Bankene tar seg betalt for å gi kredittlinjer. Slike aktører vil ofte basere valutahandelen på såkalte algoritmer.

En algoritme er en mekanisk modell som benyttes for å stille priser eller ta avgjørelser om investeringer i finansmarkedene. Et eksempel på dette er algoritmer som automatisk kvoterer en banks kjøps- og salgskurser opp til et visst volum. Algoritmer kan også programmeres til å dele opp store transaksjoner i mange små handler for å begrense kursutslagene. I tillegg kan de brukes til å identifisere trender i kursutviklingen eller være programmert til å kjøpe eller selge valuta hvis finansielle nøkkeltall avviker fra forventningene i markedet. EBS («Electronic Broking Service») var den første plattformen som la til rette for algoritmehandel i spotmarkedet. Algoritmer kan

endre priser svært mange ganger i løpet av et sekund. Elektroniske markedsplasser som Eikon Thomson Reuters og EBS har bestemt at kurser som legges inn av prisstillere, ikke kan fjernes før det er gått en viss tid, for eksempel ett sekund, selv om det ikke blir handlet på prisen. Dette kalles på engelsk «minimum quote life».

#### 1.3.3.1 Elektronisk valutahandel

Elektronisk valutahandel har vokst frem siden Reuters på slutten av 1980-tallet tilbød et elektronisk system hvor bankene kunne be om priser (kurs) på forskjellige valutapar. Etter hvert ble det lansert systemer der bankene kunne legge inn hvor mye de var villige til å kjøpe eller selge til en gitt kurs. I dag heter selskapet Eikon Thomson Reuters, og er en sentral internasjonal handelsplattform for handel i valutakryss som GBP/USD, EUR/GBP, AUD/USD, NZD/USD, USD/CAD), nordiske valutaer (EUR/NOK, EUR/SEK og EUR/DKK) og flere valutaer i fremvoksende økonomier. For å møte konkurransen fra Reuters opprettet en rekke internasjonale storbanker i fellesskap «Electronic Broking Services» (EBS) i 1990. EBS er i dag den viktigste plattformen for EUR/USD, USD/JPY, EUR/JPY, USD/CHF og EUR/CHF. Tidligere var markedet hovedsakelig delt mellom Eikon Thomson Reuters og EBS, men det har etterhvert blitt etablert mange forskjellige elektroniske handleplattformer for valuta. Dette er plattformer hvor flere banker stiller priser («multibank») eller plattformer driftet av en enkelt bank («single bank»). En av de største multibankplattformene er FXAll, som i 2012 ble kjøpt av Eikon Thomson Reuters. Bloomberg tilbyr også sine kunder mulighet til å handle valuta elektronisk via plattformen FXGO.

For å bidra til standardisering og effektivisering ved utveksling av bekreftelser, betalingsoppdrag og konto-utskrifter mellom finansinstitusjoner ble SWIFT («The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications») opprettet i 1973. SWIFT ble opprinnelig etablert av 239 banker fra 15 forskjellige land. I 2015 brukte mer enn 11 000 finansinstitusjoner i over 200 land systemet, og det ble sendt mer enn 6,5 milliarder meldinger via SWIFT. Hovedkontoret til SWIFT ligger i Brussel.

### 1.3.3.2 Omsetningen i norske kroner

For di valutamarkedet ikke er en sentralisert markeds- plass, er det vanskelig å få en fullstendig oversikt over all aktivitet. Siden 1989 har BIS hvert tredje år gjen- nomført en global undersøkelse av aktiviteten i valuta- markedet. For mer informasjon, se *BIS' nettsider*.

Undersøkelsen er omfattende, og da den ble gjen- nomført i 2016, deltok rundt 1300 finansinstitusjoner i 52 land. Undersøkelsen viste at den gjennomsnittlige daglige omsetningen i det norske valutamarkedet var på 333 milliarder norske kroner i april 2016, se tabell 1.3. Les mer på *Norges Banks nettsider*. I underkant av 34 prosent av omsetningen var i spotmarkedet, mens over 65 prosent var i terminmarkedet. Det aller meste av omsetningen i terminmarkedet var valuta- swapper. En svært liten del av den totale omsetningen var valutaopsjoner og basisswapper.

Tradisjonelt har det i spotmarkedet for norske kroner vært mest omsetning av euro, mens det i termin- markedet for norske kroner har vært mest omsetning av amerikanske dollar. Dersom en norsk kunde ønsker å kjøpe amerikanske dollar mot norske kroner, vil kundens bankforbindelse først kjøpe euro mot norske kroner. Samtidig vil banken selge euro mot ameri- kanske dollar. Transaksjonen gjennomføres på denne måten fordi det er bedre likviditet i disse markedene

enn i markedet for amerikanske dollar mot norske kroner. Internasjonalt er det størst spotomsetning av amerikanske dollar, euro og japanske yen mot andre valutaer. I terminmarkedet er amerikanske dollar tone- angivende valuta.

### 1.3.3.3 Referansekurser

I Norge har Oslo Børs notert valutakurser siden børsen åpnet i 1819. Oslo Børs hadde ansvar for de offisielle kursnoteringene i Norge frem til 1. september 2001, da tok Norges Bank over ansvaret. Kursnote- ringen blir normalt gjort klokken 14:15 hver dag. Kursene er ikke bindende og er kun ment å gi et øye- blikksbilde av valutamarkedet. Da Norges Bank hadde ansvaret for kursfastsettelsen ble referansekursene publisert rundt klokken 14:30. Fra 1. juli 2016 tok ESB over ansvaret for kursfastsettelsen og offentliggjø- ringen ble flyttet til rundt klokken 16:00. Bakgrunnen for dette er at ESB mener at kursene kun er til informa- sjon og at de ikke ønsker at disse kursene skal benyt- tes til transaksjonsformål, se *pressemelding fra ESB 7. desember 2015*.

Valutakursene beveger seg mye i løpet av en dag, og offisielle kursnoteringer på bestemte tidspunkt er nødvendig for å måle verdien av valutaposisjoner. Skatteetaten viser for eksempel til Norges Banks valuta- kurser når det gjelder poster i utenlandsk valuta i

Tabell 1.3 Gjennomsnittlig daglig omsetning i det norske valutamarkedet i april hvert år. NOK milliarder og prosentvis andel

	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Spot	22,5 (33,6%)	31,1 (26,4%)	18,9 (18,9%)	20,8 (10,8%)	13,6 (10,4%)	15,9 (12,8%)	112,0 (33,7%)
Valutaterminforetninger	44,1 (65,8%)	85,8 (72,8%)	80,7 (80,7%)	170,7 (88,7%)	114,5 (87,2%)	106,7 (85,8%)	219,0 (65,8%)
- Herav kjøp/salg (outright)	1,2 (1,8%)	3,8 (3,2%)	3,2 (3,2%)	14,5 (7,5%)	10,8 (8,2%)	3,2 (2,6%)	5,4 (1,6%)
- Herav valutaswapper	42,9 (64,0%)	82,0 (69,6%)	77,5 (77,5%)	156,2 (81,2%)	103,7 (79,0%)	103,5 (83,2%)	213,6 (64,2%)
Valutabytteavtaler (basisswapper)	-	0,2 (0,1%)	0,1 (0,1%)	0,3 (0,2%)	2,4 (1,8%)	0,9 (0,8%)	0,6 (0,2%)
Valutaopsjoner	0,4 (0,6%)	0,9 (0,7%)	0,3 (0,3%)	0,7 (0,3%)	0,8 (0,6%)	0,7 (0,6%)	1,0 (0,3%)
<b>Total</b>	<b>67,0</b> <b>(100%)</b>	<b>117,9</b> <b>(100%)</b>	<b>100,0</b> <b>(100%)</b>	<b>192,5</b> <b>(100%)</b>	<b>131,4</b> <b>(100%)</b>	<b>124,3</b> <b>(100%)</b>	<b>332,7</b> <b>(100%)</b>

Kilder: BIS og Norges Bank

forbindelse med utfylling av selvangivelsen. En mye brukt offisiell kurs er «WM/Reuters Fix», som fastsettes hver dag klokken 16 GMT. Kursene fastsettes i et samarbeid mellom den amerikanske banken State Street og Eikon Thomson Reuters. Denne kursen er ofte brukt blant internasjonale banker og forvaltere i verddivurdering av porteføljer. Kursnoteringen har fått mye oppmerksomhet de siste årene fordi flere banker skal ha utvekslet informasjon om store kundeordre som skulle gjøres på dette tidspunktet. Dette ga bankene mulighet til å ta posisjoner i forkant av tidspunktet for kursnoteringene, og en rekke store internasjonale banker har i etterkant fått betydelige bøter for å ha misbrukt sin stilling. For å gjøre det vanskeligere å manipulere kursnoteringen har man også utvidet «vinduet» for kursnoteringen til å måle kursene pluss/minus 2 ½ minutt før og etter noteringstidspunktet. For de fleste valutakryss er det omsetningsdata fra handelsplattformen til «Eikon Thomson Reuters Matching» som hentes inn til kursnoteringen.

### 1.3.4 Reisevaluta

I dag benytter norske turister i utlandet i stor grad internasjonale debet eller kredittkort som VISA, Mastercard, Diners eller American Express for å betale for varer og tjenester i utlandet. Det kan likevel være behov for å skaffe seg kontanter i lokal valuta for å betale diverse utgifter. Bankene i Norge har de siste årene redusert muligheten til å kjøpe og selge utenlandske sedler i sine filialer, og henviser isteden publikum til spesielle minibanker der de vanligste valutaene er tilgjengelig. Mye av omsetningen av reisevaluta i Norge skjer i dag i vekslingskontorer i de største byene og på flyplasser og jernbanestasjoner.

## 1.4 AKSJER

En aksje er en eierandel i egenkapitalen til en bedrift. Markedsverdien av alle aksjene til en bedrift representerer markedsverdien av egenkapitalen. Aksjemarkedet er et marked for utstedelse av nye aksjer (førstehåndsmarkedet) og omsetning av aksjer (annenhandsmarkedet). Aksjemarkedet fordeler kapital og risiko mellom investorer og bedrifter/prosjekter.

### 1.4.1 Organisering og finansiering av foretak

En som skal starte en bedrift må selv bidra med egenkapital eller få tilført egenkapital fra andre investorer. Tilstrekkelig med egenkapital er en forutsetning for at både oppstarts- og etablerte bedrifter skal få lån i banker og markeder. Egenkapitalen og eventuelle lån, kalt gjeld eller fremmedkapital, brukes til å finansiere etablering, utvikling, maskiner, varer og annet utstyr som en bedrift trenger i sin daglige virksomhet.

Egenkapital kan tilføres mot at det blir utstedt aksjer eller eierandeler i bedriften. Den vanligste organiseringsformen er aksjeselskap. Aksjonærenes ansvar er da begrenset til egenkapitalen. Utover dette er ikke aksjonærene ansvarlige for selskapets forpliktelser eller gjeld. Aksjeselskap kan enten være allmennaksjeselskap (ASA) eller vanlig aksjeselskap (AS). De er regulert av henholdsvis *allmennaksjeloven* og *aksjeloven*. Lovgivningen tar blant annet sikte på å beskytte selskapenes kreditorer gjennom regler for regnskapsføring, utbyttebetalinger og nedsetting av aksjekapital. AS har krav om minimum 30 000 i aksjekapital og ASA stiller krav om minimum én million kroner i aksjekapital. Aksjelovutvalget foreslo i 2016 (*NOU 2016:22*) å senke minimumsaksjekapitalen i AS til én krone. ASA stiller høyere krav til selskapene fordi det er beregnet på selskaper som har mange aksjonærer og/eller ønsker mulighet til å innhente kapital fra allmennheten. Børsnoterte aksjeselskap må derfor være ASA. Det er krav til kjønnsfordeling i ASA-styret, men i et AS kan en og samme person være selskapets eneste aksjonær, styremedlem og ansatte.

Det regnskapsmessige overskuddet eller underskuddet fra bedriftens virksomhet tilfaller egenkapitalen. Resultatet påvirker derfor markedsverdien til aksjene. Resultatet skaper også ofte en øvre grense for utbytte som kan utbetales til eierne av aksjene. Den delen av resultatet som ikke utbetales som utbytte kan anvendes til å nedbetale gjeld eller til å finansiere nye prosjekter. Ved regnskapsmessig underskudd svekkes egenkapitalen og bedriften kan gå konkurs dersom hele egenkapitalen går tapt. Da har egenkapitalen prioritet etter fremmedkapitalen. Derfor er det knyttet større risiko til egenkapitalplasseringer enn til plasseringer i fremmedkapital. Større risiko innebærer at egenkapital bør ha høyere forventet avkastning enn fremmedkapital. Høy egenkapitalandel bedrer en bedrifts mulighet til å overleve perioder med under-

skudd, og gjør det også lettere å tiltrekke seg ny fremmedkapital. Bedrifter som opererer i bransjer med store svingninger i inntjeningen, har normalt høyere egenkapitalandel enn bedrifter i bransjer med stabil inntjening.

### 1.4.2 Aksjemarkedet

Eiere som har aksjer som finansiell investering vil ofte legge vekt på at det er enkelt å kjøpe og selge aksjer i bedriften. Av den grunn skjer omsetning av aksjer i ASAer ofte over børs eller på annen regulert markeds plass. De fleste aksjeselskaper er likevel små, har få eiere, er ikke børsnotert og det er sjelden aksjer omsettes. Aksjemarkedet transformerer lite likvide investeringer i anlegg, kompetanse og spesialisert produksjonsutstyr til mer likvide plasseringer for investorene. Salg av få aksjer påvirker normalt ikke aksjekursen, mens salg av store volum av aksjer på kort tid kan redusere aksjekursen. Problemer med å gjennomføre transaksjoner av ønsket størrelse uten å påvirke prisene kalles markedslikviditetsrisiko, se boks: **Likviditet** i kapittel 1.1.

Investorene som gruppe fører en form for løpende kontroll med bedriftens virksomhet. Det skjer indirekte via prisen på nyemisjoner (førstehåndsmarkedet) eller via den løpende priskontrollen i annenhåndsmarkedet (omsetning over børs). For at investorer skal være villige til å kjøpe aksjer, må tegningsprisen/markedsprisen være attraktiv nok til at bedriftens forventede inntjening tilfredsstiller kjøpers krav til avkastning når man korrigerer for risikoen ved aksjekjøpet. Bedrifter/prosjekter med dårlig lønnsomhet eller dårlig ledelse «straffes» med lavere aksjekurser. Spredt eierskap via børs bidrar til at lønnsomhetsvurderingen av prosjekter og ledelse foretas av flere investorer. For at kvaliteten på slike vurderinger skal bli best mulig kreves god informasjon fra bedriftene, eksempelvis periodisk regnskapsrapportering. Børsene og lovgiverne har en viktig oppgave i å sørge for regelverk som medfører at all relevant informasjon om bedriftene blir gjort tilgjengelig for markedsaktørene på en slik måte at alle markedsaktører mottar informasjonen samtidig, se *Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markeds plasser*.

Kostnadene ved å gjøre bedrifter og prosjekter kjent for investorer i aksjemarkedet er betydelige. Små bedrifter/prosjekter har derfor i praksis liten tilgang

på kapital direkte fra aksjemarkedet. Som en alternativ kilde for egenkapital er det oppstått såkalt «crowdfunding» eller folkefinansiering. Det er finansiering av et prosjekt ved å samle inn bidrag fra mange personer, som regel basert på kontakt gjennom internett. Motivasjonen for slike investeringer kan gå utover den rent økonomiske, det kan for eksempel være investorer som av idealistiske grunner ønsker å bidra til utvikling og produksjon av ren energi. Det kan være ulike avtaler om avkastningen på midlene, eksempelvis et eksemplar av det ferdige produktet. For mer informasjon om folkefinansiering, se *Finanstilsynet*.

Aksjemarkedet tillater investorene å spre eller diversifisere sine investeringer på bedrifter og sektorer og reduserer dermed betydningen av enkeltbedrifters risiko. Samtidig fordeles risikoen slik at de investorene som har størst bæreevne/-vilje, tar mest risiko. Et velfungerende aksjemarked gjør det også enklere for bedriftene å spesialisere seg, siden eierne kan redusere risikoen ved å diversifisere investeringene. Les mer om å diversifisere i boks: **Diversifisering** i kapittel 2.7.

Et effektivt og sikkert system for registrering av eierskapet til verdipapirene, et såkalt verdipapirregister, reduserer kostnadene ved å investere i verdipapirer. Les mer om dette i boks: **Verdipapirregister** i kapittel 3.3.

### 1.4.3 Størrelsen på det norske aksjemarkedet

Ved utgangen av 2016 var markedsverdien av noterte aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess registrert i Verdipapirsentralen (VPS) 2092 milliarder kroner. På samme tidspunkt var markedsverdien av unoterte aksjer registrert i VPS 438 milliarder kroner. De aller fleste norske aksjeselskaper er verken børsnotert eller registrert i VPS. Oslo Børs ASA opererer markeds plasser for omsetning av aksjer og egenkapitalbevis (se neste avsnitt), renteprodukter (obligasjoner, sertifikater og statskasseveksler) og aksjederivater. Det er tre markeds plasser for aksjehandel ved Oslo Børs: Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market. De store selskapene med lang historikk og bred aksjonærbase er notert på Oslo Børs. Oslo Axess har noe lempeligere vilkår for notering enn Oslo Børs og består av mange unge selskaper. Merkur Market ble opprettet i 2016 og er rettet mot mindre- og mellomstore selskaper, samt store selskaper som ikke ønsker en fullstendig note-

ring på regulert marked. Merkur Market legger til rette for en raskere opptaksprosess med lempeligere opptakskrav enn på Oslo Børs og Oslo Axess. Ved utgangen av 2016 var det notert 182 aksjer ved Oslo Børs, mens det var notert 25 aksjer ved Oslo Axess.

#### 1.4.3.1 Andre egenkapitalinstrumenter

Egenkapitalbevis er et egenkapitalinstrument som utstedes av sparebanker, se mer i boks: **Forretnings- og sparebanker** i kapittel 2.2. Det har klare likhetstrekk med aksjer og behandles skattemessig likt. Forskjellen knytter seg først og fremst til at egenkapitalbevisene ikke eier hele bankens egenkapital og til at det er særlige bestemmelser om sammensetningen av sparebankenes organer. Det er 35 sparebanker som har utstedt egenkapitalbevis, hvorav 19 var notert på Oslo Børs. Oslo Børs har en egen egenkapitalbevisindeks (OSEEX) som omfatter alle de 19 børsnoterte egenkapitalbevisene.

Aksjer og egenkapitalbevis er begge egenkapitalinstrumenter. Figur 1.7 viser utviklingen i omsetningen av egenkapitalinstrumenter på Oslo Børs og antall noterte egenkapitalinstrumenter siden 1995.

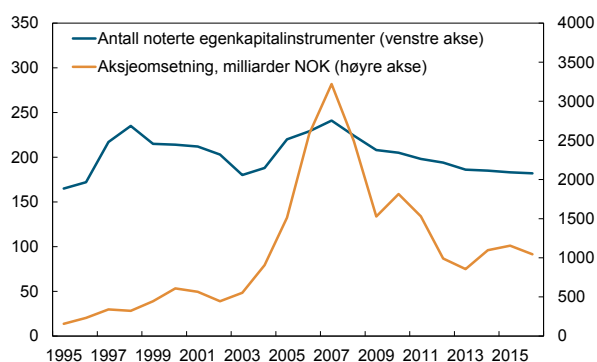
Verdien av omsetningen er påvirket av kursutviklingen, se figur 1.8. Dess høyere kursnivå, dess høyere omsetningsverdi, alt annet likt. Introduksjonen av nytt elektronisk handelssystem på Oslo Børs i 1999

muliggjorde handel med aksjer via internett. Dette bidro til betydelig reduksjon i transaksjonskostnadene, særlig for småinvestorer. Antall handler per år og omsetningsverdien steg kraftig frem til den internasjonale finanskrisen i 2008, se figur 1.8. Antall handler har holdt seg godt oppe også etter dette, muligens påvirket av økt algoritmehandel. Omsetningen har likevel gått ned og økt konkurranse om omsetning av norske aksjer fra alternative markedsplasser og utenlandske børser kan ha bidratt til utviklingen.

#### 1.4.4 Utstedere

Figur 1.7 viser utviklingen i antall aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs. Antall nye selskaper på Oslo Børs kan være påvirket av konjunktorene. Det kan være lettere å hente egenkapital i markedet, og børsnotere selskaper, når de økonomiske utsiktene er gode. For at et selskap skal kunne børsnoteres, stilles det krav til størrelse, historikk og eierspredning. Et stort antall eiere øker sannsynligheten for at aksjen blir gjenstand for jevnlig børsandel. Den vanligste grunnen til at et selskap tas av Oslo Børs er at det blir kjøpt opp. Dessuten vil selskaper som går konkurs, bli strøket. Enkelte ganger ønsker også de dominerende eierne å ta et selskap av børs. Det er spesielle regler for slik strykning av aksjer fra børs, blant annet for å beskytte minoritetsseieres interesser.

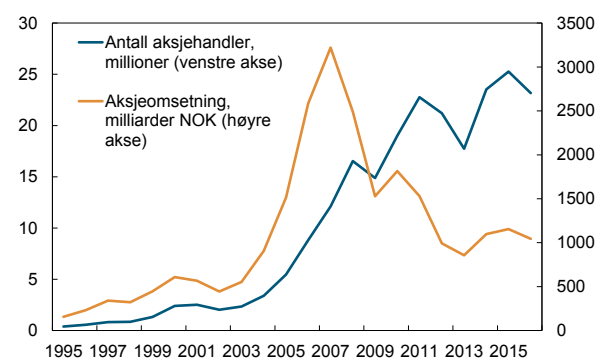
**Figur 1.7 Omsetning og antall egenkapitalinstrumenter<sup>1</sup> notert på Oslo Børs<sup>2</sup>. Årlig omsetning i milliarder kroner. Antall egenkapitalpapirer ved årets slutt. 1995–2016**



- 1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis.
- 2) Ikke inkludert omsetning og aksjer notert på Oslo Axess.

Kilde: Oslo Børs

**Figur 1.8 Omsetning og antall transaksjoner i egenkapitalinstrumenter<sup>1</sup> ved Oslo Børs<sup>2</sup>. Årlig omsetning i milliarder kroner. Årlig antall transaksjoner i millioner. 1995–2016**



- 1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis.
- 2) Ikke inkludert omsetning og transaksjoner på Oslo Axess.

Kilde: Oslo Børs

Sektorsammensetningen for selskaper notert ved Oslo Børs skiller seg markant fra andre land. Oslo Børs har spesielt mange selskaper i sektorindeksen for energi (omfatter hovedsakelig olje- og offshoreselskaper).

### 1.4.5 Investorer i aksjemarkedet

Utviklingen i eierstrukturen på Oslo Børs siden 1997 er vist i figur 1.9. De to største eiergruppene på Oslo Børs er utlendinger og staten, begge med eierandeler på minst 1/3. Den tredje største eiergruppen er andre bedrifter. Norske privatpersoner eier 4 prosent av egenkapitalinstrumentene på Oslo Børs. Delprivatisering og børsnotering av Statoil og Telenor i henholdsvis desember 2000 og juni 2001 førte til at statens eierandel økte betydelig mellom 1999 og 2001. Endringene i statens eierandel siden 2001 er påvirket av ytterligere nedslag i Statoil og Telenor samt kursutviklingen på selskapene staten har eierinteresser i, relativt til den generelle kursutviklingen på Oslo Børs.

### 1.4.6 Aksjeindekser på Oslo Børs

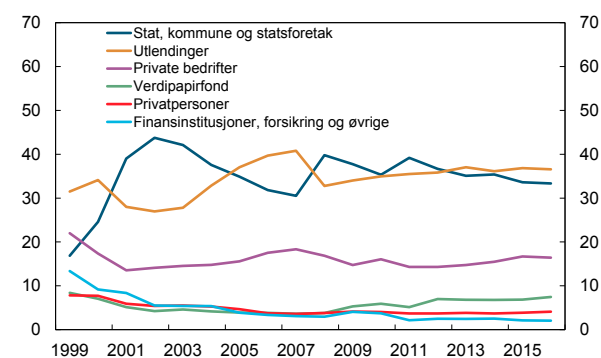
For å måle verdiutviklingen i aksjemarkedet og i ulike sektorer av aksjemarkedet blir det utarbeidet ulike aksjeindekser. De mest brukte aksjeindeksene er såkalte prisindekser og totalavkastningsindekser. Både kursendring og mottatt utbytte inngår i beregningen av totalavkastningsindekser, og de ulike aksjenes vekter i indeksen endrer seg daglig basert på

kursutviklingen. Prisindekser er tilsvarende, men mottatt utbytte er ikke inkludert. Aksjeindekser forenkler sammenlikningen av avkastningen i aksjemarkedet med avkastningen på alternative plasseringer som obligasjoner og bankinnskudd.

Alle aksjeindekser på Oslo Børs er totalavkastningsindekser. Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) er en indeks som inneholder et representativt utvalg av alle aksjer notert på Oslo Børs. Ved sammensetningen tas det hensyn til både aksjeomsetning og spredning på industrigrupper. Oslo Børs reviderer indeksen halvårlig og gjennomfører endringene 1. desember og 1. juni. Fra 1. desember 2016 var 62 aksjer inkludert i OSEBX. Aksjevektene i OSEBX er friflytjustert. Det innebærer at aksjer som ikke er forventet å bli omsatt, som statlige eierandeler og strategiske eierandeler til aksjonærer med kontrollerende innflytelse, ikke regnes med ved vektingen av aksjer i indeksen.

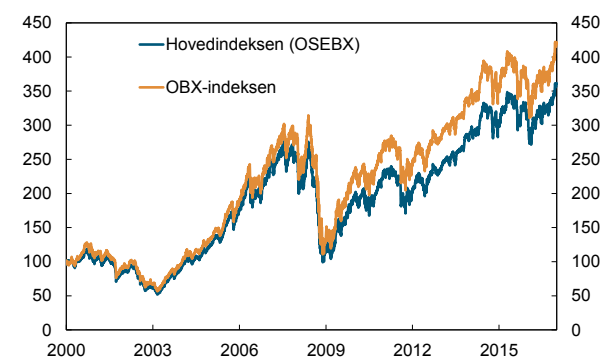
OBX-indeksen består av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Sammensetningen av aksjer i indeksen blir revidert halvårlig. Et formål med OBX-indeksen er at den skal være en indeks bestående av lett omsettelige aksjer som på en god måte gjenspeiler aksjemarkedet på Oslo Børs. OBX-indeksen tjener som underliggende for handel med børsnoterte derivater (opsjoner og futures) på Oslo Børs, se boks: **Derivater** i kapittel 1.1. Ved derivathandel er det viktig at det er mulig å handle de ulike komponentene av aksjeindek-

Figur 1.9 Eierandeler i selskaper på Oslo Børs. Ved utgangen av året. Prosent. 1999-2016



Kilde: Verdipapirsentralen

Figur 1.10 Verdiutviklingen i det norske aksjemarkedet. Indeks. 30. desember 1999 = 100. 2000-2016



Kilder: Bloomberg og Thomson Reuters Eikon



sen (underliggende). Figur 1.10 viser totalavkastningen til OSEBX og OBX-indeksen. Figuren viser at siden 2001 har avkastningen til de 25 mest omsatte aksjene vært noe høyere enn for en bredere sammensatt indeks.

### 1.4.7 Aksjerelaterte derivater

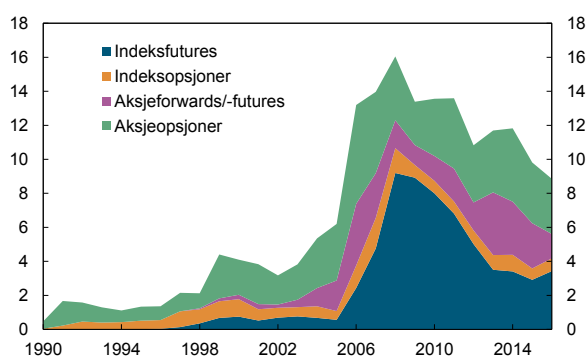
Egenskaper ved ulike typer derivater er forklart i boks: **Derivater** i kapittel 1.1. Børsomsatte derivater er standardiserte med hensyn til det underliggende objektet og leveringsbetingelser. Ved Oslo Børs handles det opsjoner og futures på OBX-indeksen og opsjoner, futures og forwards på de mest likvide aksjene. Børsnoterte derivater gjøres opp via en avregningsentral som fungerer som felles sentral motpart for både kjøper og selger, se kapittel 3.3 *Verdipapiroppkjøret (VPO)*.

To mye brukte nøkkeltall for aktiviteten i derivatmarkedet er antall omsatte kontrakter og verdien av disse kontraktene. Årlig antall kontrakter for de standardiserte derivatene ved Oslo Børs steg mye i perioden 2002–2008, men har siden avtatt noe på grunn av nedgang i antall indeksderivater, se figur 1.11.

Oslo Børs har også en markeds plass for ikke-standardiserte aksjederivater, kalt TM- eller OTC-derivater (TM = «Tailor Made», OTC = «Over-The-Counter»). Her blir partene selv enige om underliggende instrumenter, innløsningskurs, bortfallsdag og håndtering av

selskaphendelser. Mye av handelen med OTC-derivater foregår utenfor Oslo Børs.

**Figur 1.11 Antall omsatte kontrakter for standardiserte aksjederivater ved Oslo Børs. Millioner kontrakter. Årlige tall. 1990–2016**



Kilde: Oslo Børs

## 2 Finansforetak

Finansforetak fungerer som mellomledd mellom de ulike aktørene i økonomien. Hovedoppgavene er å gjøre det mulig for bedrifter og privatpersoner å ta opp lån og plassere sparing, gjennomføre betalinger, håndtere kontanter og vurdere, omfordele og prise risiko. Finansforetakenes rolle i penge- og kapitalmarkedene er omtalt i kapittel 1 *Finansmarkedene*. Finansforetaksloven regulerer hvilke foretak som kan etablere seg som finansforetak, se boks: **Finansforetaksloven**.

Bankene er den største og viktigste gruppen finansforetak. De har enerett til å ta imot innskudd fra allmennheten og står for størstedelen av utlånene. Bankene er betydelige aktører i betalingssystemet ved at innskudd benyttes som betalingsmidler ved siden av kontanter. Privatpersoner og bedrifter har konto i en bank for å kunne motta eller betale lønninger og for å betale regninger. Bankene låner også ut penger til privatpersoner og bedrifter som for eksempel skal kjøpe seg bolig eller investere i nytt utstyr. Også kredittforetakene kan låne ut penger, men de kan ikke ta imot innskudd. De har tatt over mye av boligfinansieringen etter at det i 2007 ble tillatt å etablere en ny type kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Forsikringsforetakene tilbyr livsforsikring, skadeforsikring og kredittforsikring, se kapittel 2.5 *Forsikringsforetak*. Sammen med pensjonskasser formidler de sparing i tillegg til at de tilbyr risikostyring.

Tabell 2.1 gir en oversikt over størrelsen til de ulike typene finansforetak i Norge.

### FINANSFORETAKSLOVEN

Den nye *Finansforetaksloven* trådte i kraft fra 1. januar 2016 og er hovedsakelig en systematisering og videreføring av tidligere lovverk. Formålet med loven er å bidra til finansiell stabilitet, herunder at finansforetak virker på en hensiktsmessig og betryggende måte. Loven stiller blant annet krav til hvordan finansforetak skal etableres, drives og avvikles. Følgende virksomheter defineres etter loven som finansforetak:

- bank
- kredittforetak
- finansieringsforetak
- forsikringsforetak
- pensjonsforetak
- holdingforetak i finanskonsern
- foretak som er gitt tillatelse til å drive virksomhet som betalingsforetak eller e-pengeforetak, når ikke annet følger av bestemmelse gitt i eller i medhold av finansforetaksloven.

Loven omfatter ikke verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond, statsbanker, offentlige fond og Norges Bank. Noen av disse vil likevel bli omtalt i dette kapittelet.

Tabell 2.1 Ulike typer finansforetak i Norge. Per 31. desember 2016

	Antall	Forvaltningskapital (i prosent av BNP)
Norske banker	127	135
Filialer av utenlandske banker	10	23
Kredittforetak	31	65
Finansieringsforetak	52	6
Statlige låneinstitutter	3	11
Livsforsikringsforetak	13	44
Skadeforsikringsforetak	59	5

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2.2 Strukturen i det norske finansielle systemet. Prosent av forvaltningskapital<sup>1</sup>. Per 31. desember 2016

	Banker, kredittforetak og finansieringsforetak	Verdipapir-fond	Skade-forsikring	Livs-forsikring	Sum konsern
DNB	35	25	1	22	31
SpareBank 1 / Samarbeidende sparebanker	15	5	5	3	12
Nordea	10	11	0	8	10
KLP	0,5	17	2	36	8
Storebrand	0	11	1	20	5
Eika-gruppen	5	1	2	0	4
Gjensidige	0,7	0	23	2	1
Sum finanskonsern / allianser	68	71	34	91	71
Øvrige selskap	32	29	66	9	29
Totalt marked	100	100	100	100	100
Herav utenlandske filialer i Norge <sup>2</sup>	12		30	0,2	
Herav utenlandskeide datterselskaper <sup>2</sup>	12		1	9	

1) For banker, kredittforetak og finansieringsforetak som inngår i bankkonsern er sum forvaltningskapital for bankkonsern benyttet. Med unntak av dette er sum forvaltningskapital for finansgrupper basert på sum forvaltningskapital i de ulike bransjer og vil avvike fra konsernens egne konsernregnskap. I totalmarkedet inngår norske bankers virksomhet i utlandet og utenlandske finansforetaks filialer i Norge.

2) Datterbanker av utenlandske banker er egne norske juridiske enheter og reguleres derfor av norske myndigheter. Filialer av utenlandske banker er derimot ikke egne juridiske enheter og de reguleres fra hjemlandet.

Kilde: Finanstilsynet

## 2.1 FINANSKONSERN

Flere av de ulike typene finansforetak kan være samlet i ett finanskonsern, se tabell 2.2. Det har over tid vært en utvikling mot mer konserndannelse på tvers av ulike typer finansforetak (horisontal integrasjon).

Finanskonsern gjør det lettere å gi et komplett tilbud av produkter og tjenester, og utnytte stordriftsfordeler innen blant annet IT og markedsføring. Gjennom såkalt kryssalg, der foretakene i konsernet markedsfører og selger hverandres produkter og tjenester, kan inntjeningen økes. Alliansedannelser mellom sparebankene har bidratt i samme retning. Flere allianser driver felles ikke-bankvirksomhet for de ulike medlemsbankene. De enkelte sparebankene er gjerne for små til hver for seg å opprette egne finanskonsern for å drive forsikringsvirksomhet, kapitalforvaltning og liknende. Gjennom felles finanskonsern, som for eksempel SpareBank 1-alliansen, kan de tilby disse tjenestene.

Tabell 2.3 gir en oversikt over de åtte største finanskonsernene i Norge og deres hovedvirksomhet. Av

Tabell 2.3: Største nordiske finanskonsern med virksomhet i Norge. Etter markedsverdi av egenkapitalen. Per 4. januar 2017

Finanskonsern	Hovedvirksomhet
Nordea	Bankdominert
Danske Bank	Bankdominert
Swedbank	Bankdominert
Handelsbanken	Bankdominert
DNB	Bankdominert
SEB	Bankdominert
Gjensidige	Forsikringsdominert
Tryg	Forsikringsdominert

Kilde: Finanstilsynet

disse er seks bankdominerte, mens de resterende er forsikringsdominerte.

DNB, SpareBank 1-alliansen, KLP, Storebrand og Eika-gruppen er de største norske finanskonsernene, se tabell 2.2. De tilbyr de fleste typer finansielle tjenester. DNB, SpareBank 1-alliansen og Eika-gruppen er bankdominerte, mens de to andre er forsikringsdominerte.

## 2.2 BANKER

Banker tilbyr en rekke produkter og tjenester til aktørene i økonomien. Bankene gir kortsiktige og langsiktige lån. De skiller seg fra andre typer finansforetak ved at de har enerett til å opprette og motta innskudd fra allmennheten. Innskudd er den enkleste og vanligste spareformen i tillegg til at det er det viktigste betalingsmiddelet.

Banker tilbyr mange forskjellige innskuddsprodukter, som blant annet varierer med rentevilkår og ulike begrensninger på uttak. Ulike typer kontoer kan være vanlig brukskonto eller lønnskonto, sparekonto eller

## FORBRUKSLÅN

Forbrukslån er kredittkortgjeld og annen usikret gjeld. Forbrukslån utgjorde rundt 90 milliarder kroner, eller om lag 3 prosent av husholdningenes samlede lån ved utgangen av 2016. Renten på forbrukslån er som oftest mye høyere enn på pantesikrede lån. Det gir banker og finansieringsforetak høyere marginer, og det kan det være behov for da forbrukslån har betydelig høyere forventet mislighold og tap enn andre typer lån til privatpersoner. For å gjøre utlånerne bedre rustet til å tåle tap er det høyere risikovekter for forbrukslån enn for lån med lavere risiko, som for eksempel boliglån. Høyere risikovekter gir høyere kapitalkrav. Les mer i *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

Markedet for forbrukslån til norske husholdninger har vokst minst 8-9 prosent årlig de siste årene. For et utvalg av banker og finansieringsforetak var veksten fra utgangen av 2015 til utgangen av 2016 om lag 15 prosent. Til sammenlikning har veksten i samlet gjeld i husholdningene ligget nokså stabilt rundt 6 prosent de siste par årene. Kredittkortlån utgjorde om lag 55 prosent av forbrukslån ved utgangen av 2016. Tilbydere av kredittkort tilbyr gjerne kreditt med en rentefri periode.

Flere nye tilbydere av forbrukslån har kommet til de siste ti årene, og markedsveksten er i stor grad knyttet til relativt nye aktører. Flere hadde en utlånsvekst på over 20 prosent i 2016. Banker som i hovedsak driver med forbrukslån har i all hovedsak finansiert utlån og rask vekst gjennom tilsvarende vekst i innskudd. Forbrukslånsbankene tiltrekker seg innskudd gjennom å tilby markant høyere innskuddsrente enn andre banker. Kombinasjon av høy rente og innskudd som i stor grad er garantert av Bankenes sikringsfond gjør forbrukslånsbanker attraktive for innskytere.

For å bedre markedet for forbrukskreditt og styrke forbrukers posisjon innfører myndighetene flere tiltak. Det er fastsatt en forskrift om fakturering av kredittkortgjeld og en forskrift om markedsføring av forbrukslån. I tillegg har regjeringen fremmet lovforslag til Stortinget om lov om gjeldsinformasjon. Forslaget vil styrke finansforetakenes mulighet til å gjøre en bedre kredittvurdering ved at nye kreditorer får oversikt over eksisterende gjeld. Det vil også kunne beskytte forbrukere mot at de påtar seg for mye gjeld. Videre har Finanstilsynet fastsatt retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån.

Les mer om forbrukslån i *Finansmarkedsmeldingen 2016-2017, kapittel 4*.

## FORRETNINGS- OG SPAREBANKER

Norske banker klassifiseres enten som forretnings- eller sparebanker. En forretningsbank kan bare stiftes som aksjeselskap (eller allmennaksjeselskap). En sparebank kan derimot ikke stiftes som aksjeselskap. Sparebanker har tradisjonelt vært organisert som selveiende stiftelser, der egenkapitalen i all hovedsak har bestått av tidligere års tilbakeholdte overskudd. Sparebanker er forventet, men ikke legalt forpliktet til, å støtte lokalsamfunnet ved å tilby pålitelige banktjenester og ved å benytte deler av overskuddet til å støtte lokale aktiviteter.

Sparebankene fikk i 1987 adgang til å hente egenkapital i markedet ved å utstede grunnfondsbevis, som i 2009 endret navn til egenkapitalbevis. Egenkapitalbevisene har mange likhetstrekk med aksjer og de behandles skattemessig likt. Forskjellene knytter seg først og fremst til at eierne av egenkapitalbevis ikke har eierrett til hele selskapsformuen, og til at det er spesielle regler for sammensetningen av en sparebanks styrende organer. 35 sparebanker har utstedt egenkapitalbevis.

I 2002 ble det åpnet for omdanning av sparebanker til aksjeselskap. Før sammenslåingen med DnB var Gjensidige NOR Sparebank ASA den første sparebanken som ble omdannet til aksjesparebank. DNB er i dag en aksjesparebank. Senere har også Sparebanken Bien og SpareBank 1 SR-Bank blitt omdannet til aksjesparebanker. Ved omdanning til aksjesparebank opprettes en egen stiftelse som eier den opprinnelige sparebankens egenkapital, bortsett fra egenkapitalbevisene. Sparebankstiftelsen til DNB eide ved utgangen av 2016 9 prosent av aksjene i DNB.

For en fullstendig oversikt over de ulike typer banker i Norge, se *Finanstilsynets konsesjonsregister* og *Finans Norges hjemmesider*.

høyrentekonto og Boligsparing for unge (BSU). Innskudd kan trekkes ut som kontanter i bankfilialer, i minibanker og i butikker, eller brukes direkte i betalinger, ved betalingskort eller overføringer via nettbank eller mobil. Utbredelsen av PCer og smarttelefoner har økt bruken av nettbank og mobilbank og ført til færre bankfilialer og minibanker i Norge. For mer omtale av bankenes rolle i betalingsformidlingen, se kapittel 3 *Finansiell infrastruktur*.

Bankene tilbyr flere typer utlån, som for eksempel boliglån, næringslån og forbrukslån. Lånene kan variere etter type rente (fast eller flytende), bindings- tid, valutasort og tilbakebetalingsform (annuitets- eller serielån). Det er også blitt vanligere med avdrags- frie lån, ofte i form av rammelån, der låntakeren får tildelt en låneramme. Låntaker kan da fritt betale tilbake eller låne mer innenfor lånerammen. *Boliglåns- forskriften* setter nå grensen for nye rammelån til maksimum 60 prosent av boligens verdi. Låntakeren

betaler bare rente på det beløpet som til en hver tid er trukket av lånerammen. Videre kan banker veksle valuta og bidra med finansiell rådgivning. Noen banker velger å tilby bare et begrenset utvalg av lån eller tjenester. Flere banker som spesialiserte seg på forbruks- lån har gjennom sterk utlånsvekst økt sin markeds- andel de siste årene. I tillegg har flere nyetablerte banker satset på denne delen av lånemarkedet. Se boks: **Forbrukslån** og «*Sterk vekst i forbrukslån*», *Norges Bank Aktuell Kommentar* 1/2017.

Norske banker klassifiseres enten som sparebanker eller forretningsbanker, se boks: **Forretnings- og sparebanker**, men denne distinksjonen har blitt mindre viktig over tid. Hovedforskjellen mellom forretnings- og sparebanker er knyttet til eierstrukturen og ikke hvilke tjenester de tilbyr kundene. Se også boks: **Utviklingen av den norske banksektoren de siste 50 årene**.

## UTVIKLINGEN AV DEN NORSKE BANKSEKTOREN DE SISTE 50 ÅRENE

Fra rundt 600 sparebanker i 1960 har antallet sunket til litt over 100 i dag. *Sparebankforeningen* beskriver dette nærmere. Mens forretningsbankene gikk i retning av å bli mer landsomfattende, vokste distriktssparebankene frem. Større enheter innen sparebankvesenet ble med endringer i bosettings- og næringsstrukturen nødvendig for å kunne utgjøre et fullstendig alternativ til forretningsbankene. Etter bankkrisen rundt 1990 var drøyt 70 prosent av sparebankenes forvaltningskapital samlet i de ti største sparebankene.

Allianser i sparebanknæringen utviklet seg utover 90-tallet. SpareBank 1-gruppen ble etablert i 1996, mens Eika-gruppen (Terra-gruppen mellom 2000 og 2013) ble etablert i 1997. Tanken bak alliansedannelsene var felles produktselskaper for ikke-bankvirksomhet, samtidig som selve bankvirksomheten ble drevet videre i de individuelle bankene.

I 1985 fikk utenlandskeide banker mulighet til å drive bankvirksomhet i Norge. Det var starten for datterbanker og filialer av utenlandske banker som senere har blitt viktige aktører i det norske bankmarkedet. Slutten av 1980-tallet og 1990-tallet var preget av fusjoner mellom norske banker og utenlandske oppkjøp. De utenlandske oppkjøpene førte til at norske forretningsbankers markedsandel falt betydelig. Ved utgangen av 2016 var det 22 norske forretningsbanker, inkludert datterbanker av utenlandske banker.

Dagens største norske finanskonsern ble dannet gjennom flere fusjoner. I 1990 fusjonerte landets to største banker, Bergen Bank og Den norske Creditbank og dannet Den norske Bank (DnB). DnB og Postbanken fusjonerte i 1999, og Gjensidige NOR og Den norske Bank fusjonerte til DnB NOR i 2003. Les mer om utviklingen av banksektoren i Norge i «*Norges Banks rolle på finanssektorumrådet i perioden 1945–2013, med særlig vekt på finansiell stabilitet*», *Norges Banks Skriftserie No. 48*.

### 2.2.1 Bankenes oppgaver

#### 2.2.1.1 Gi aktørene i økonomien muligheter til å låne og spare

Bankene har en viktig rolle i å være bindeledd mellom de som ønsker å spare penger, og de som ønsker å låne penger. Beløpet som en person eller en bedrift ønsker å spare, samsvarer som regel ikke med lånebehovet til en låntaker. En bank fungerer som formidler mellom et stort antall sparere og låntakere ved at de tilbyr fleksible innskudds- og låneprodukter. Det er ikke slik at banker bare fungerer som mellommenn for de som setter inn innskudd i banken og de som ønsker å låne penger. Bankene skaper penger når de gir et nytt lån til en kunde, se boks: **Skape penger**.

Bankene kan ha stordriftsfordeler ved innhenting og behandling av informasjon, kredittvurdering og kredittoppfølging, samt utforming av lånekontrakter. Bankene kan også få tilgang til konfidensiell informasjon om eksisterende og potensielle kunder. Personnummer, inntekt og grad av arbeidsførhet mv. er informasjon

som er viktig for å etablere kontrakter, men som kundene på grunn av informasjonens art kan være lite villige til å gi til en «vilkårlig» leverandør. Kostnader ved å hente inn og fremskaffe informasjon gjør at de fleste privatpersoner og små og mellomstore bedrifter vil låne i banker og ikke direkte i obligasjonsmarkedet, se kapittel 2.2.2.4. *Ikke-finansielle foretak (bedrifter)*.

Låntaker kan ha et stort og umiddelbart behov for kapital, for eksempel til kjøp av bolig eller produksjonsutstyr. Inntektene, som skal gå til tilbakebetaling av lånet, er derimot spredt over flere år. Låntakeren har da behov for et lån med lang løpetid. Spareren kan derimot foretrekke å ha umiddelbar tilgang til sine midler.

Bankene tilbyr låntakerne lån med lang løpetid samtidig som de lover sparerne umiddelbar tilgang til sparepengene sine. Omgjøringen av innskudd med kort løpetid til utlån med lang løpetid kalles løpetids-



## SKAPE PENGER

Penger er definert som alminnelig godtatt betalingsmiddel. Se boks: **Hva er penger?** i Innledningen og boks: **Pengemengdebegreper** for en nærmere og mer presis beskrivelse av penger.

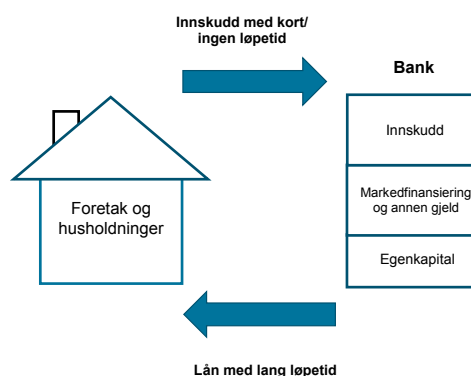
Det er ikke slik at banker bare fungerer som mellommenn for de som setter inn innskudd i banken og de som ønsker å låne penger. Bankene skaper penger når de gir et nytt lån til en kunde. Et nytt lån øker kundens innskuddskonto med tilsvarende beløp. Kundeinnskudd er penger. Kunden kan deretter velge å benytte innskuddet til for eksempel å betale for en bil. Innskuddet blir da flyttet over til bilforretningen som enten kan ha konto i samme bank eller i en annen bank. I førstnevnte tilfelle vil innskuddet forbli i den samme banken. I sistnevnte tilfelle vil innskuddet bli flyttet over til en annen bank, men forbli i banksystemet. For banksystemet som helhet vil alltid nye utlån skape innskudd, ofte kalt kontopenger. Når kunden nedbetaler lån, vil kundens innskudd i banken bli redusert tilsvarende og penger «forsvinner». Det samme skjer dersom bankene utsteder obligasjoner som kjøpes av personer og bedrifter, og hvis personer eller bedrifter kjøper fremmed valuta. Når en kunde veksler kroner til valuta vil kroneinnskuddet bli trukket fra en norsk bank og «forsvinner» derfor fra den norske pengemengden, og kunden mottar et valutainnskudd som ikke teller med i den norske pengemengden. Betaling av skatter og avgifter til staten (men ikke til kommunene) reduserer også pengemengden. Betaling av skatter og avgifter m.m. til staten ender opp i statens innskudd i Norges Bank som ikke er med i pengemengden. Personers og bedrifters uttak av kontanter reduserer innskuddene, men ikke pengemengden. Les mer i «*Om pengemengden*», *Norges Bank Staff Memo 14/2013*.

Hvor mye bankene låner ut kommer an på hvilke lønnsomme utlånsmuligheter de har. Det avhenger blant annet av nivået på finansieringskostnader, myndighetskrav og låntakernes tilbakebetalingsevne. Deretter vil utlånsvolumene bestemme hvor mye bankinnskudd som blir skapt i hele banksystemet. Banker må likevel samtidig sørge for at de har nok sentralbankreserver eller andre likvide eiendeler for å gjennomføre betalinger til andre banker (finansieringslikviditet) og møte myndighetenes krav til blant annet kapital og likviditet. Bankinnskudd er én form for finansiering for banker. Banker trenger også finansiering gjennom egenkapital. I tillegg kan banker ha behov for andre finansieringsformer som for eksempel obligasjoner og sertifikater. For en oversikt over norske bankers finansiering, se kapittel 2.2.3 *Bankenes eiendeler og finansiering*.

«*Money in the modern economy: an introduction*» i *Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1* gir en mer utfyllende beskrivelse av hvordan banker skaper penger.

transformasjon, se figur 2.1. Hovedårsaken til at bankene kan gjøre dette, er at innskuddene samlet sett har vist seg å være nokså stabile. Gjennom statistiske beregninger kan bankene forutsi hvor mye de normalt må regne med å ha disponibelt for utbetaling til innskyterne. Bankene har også innskudd og låneadgang i sentralbanken. Det hjelper dem å håndtere svingninger i kundeinnskuddene. Det kan likevel oppstå situasjoner med usikkerhet om hvor solid en bank er, som fører til at mange innskytere ønsker å trekke ut midlene sine samtidig. Det kalles «bank run». For å forhindre dette er det blitt innført en innskytergarantiordning som skal sikre småsparerens midler

Figur 2.1 Løpetidstransformasjon



selv om banken får problemer. Sikringsordningen i Norge dekker i dag innskudd på inntil to millioner kroner, se også kapittel 2.2.7 *Innskuddssikring i Norge*.

I tillegg til løpetidstransformering av kundeinnskudd foretar bankene løpetidstransformasjon når de tar opp lån i markedet som har kortere løpetid enn utlånene. Lån med kort løpetid har normalt lavere rente enn lån med lang løpetid. Bankene vil derfor tjene mer når de velger finansiering med kort fremfor lang løpetid. Bankene kan endre forfallsstrukturen på markedsfinansieringen slik at løpetiden på finansieringen i større grad tilpasses løpetiden på utlånene. Det reduserer løpetidstransformasjonen, men det reduserer også refinansieringsrisikoen, se boks: **Risikoer i det finansielle systemet** i Innledningen.

Finansmarkedene bidrar også til løpetidstransformasjon, se kapittel 1.2 *Obligasjonsmarkedet* og kapittel 1.4 *Aksjer*.

#### 2.2.1.2 Vurdering av risiko

I et velfungerende kredittmarked vil bankenes vurdering av de enkelte investeringsprosjekter, samt av låntakerne og sikkerhetene som stilles, bidra til at sparemidlene kanaliseres til investeringsprosjekter som har tilstrekkelig god lønnsomhet. Det vil si at lån med antatt høy risiko (for eksempel forbrukslån uten sikkerhet) får høyere pris eller rente enn lån med lav risiko. Dersom låntaker tilbyr långiver sikkerhet, for eksempel pant i bolig, blir tapsrisikoen for långiver mindre og lånerenten lavere.

Bankene og deres OMF-kredittforetak har lang erfaring i å vurdere låntakernes risiko. De kjenner ofte kundene og bruker denne informasjonen og kreditt-risikoekspertise til å kvantifisere og prise risikoen knyttet til hvert enkelt lån. Bankene reduserer også risikoen knyttet til utlån ved at de gir mange små lån til ulike kunder (diversifisering). Bankene og risikoen de tar blir også fulgt opp av eiere, bankenes långivere og tilsynsmyndigheter. Dette reduserer sannsynligheten for at de påtar seg en risiko som er større enn bæreevnen.

#### 2.2.1.3 Gjennomføre betalinger

Bankene er sentrale aktører i betalingssystemet. Alle betalinger som blir gjort i norske kroner, gjøres i siste instans opp mellom bankene i Norges Banks opp-

gjørssystem (NBO), se kapittel 3 *Finansiell infrastruktur*. Bare banker kan ha konto i Norges Bank, med enkelte unntak.

#### 2.2.2 Strukturen i den norske banksektoren

Sammenliknet med andre europeiske land er banksektoren i Norge ikke spesielt stor i forhold til samlet verdiskaping, se figur 2.2. Norske banker har en samlet forvaltningskapital på omtrent to ganger BNP. Den svenske banksektoren er til sammenlikning fire ganger BNP. Mange land har stor banksektor fordi bankene også opererer internasjonalt. Den norske banksektoren låner i hovedsak ut til innenlandske kunder. Flere europeiske land har redusert banksektoren betydelig siden finanskrisen i 2008, men i Norge har utviklingen vært nokså stabil.

Banker og kredittforetak står for over 80 prosent av samlet innenlandsk kreditt til norske husholdninger og bedrifter, se figur 2.3. Det er en langt større andel av samlet kreditt enn for eksempel i USA, hvor obligasjonsmarkedet spiller en viktigere rolle. Norske husholdninger låner nesten utelukkende gjennom banker og kredittforetak, mens norske bedrifter låner for det meste i banker og en del i obligasjonsmarkedet.

Den norske banksektoren er kjennetegnet av mange banker, men forholdsvis høy konsentrasjon. Den største banken, DNB, har en markedsandel av utlån på omtrent 30 prosent i både person- og næringsmarkedet, se figur 2.4. Til sammenlikning har Danmark og Sverige henholdsvis tre og fire banker med høy markedsandel.

Det norske bankmarkedet er dominert av norskeide banker. De øvrige bankene er datterbanker og filialer av utenlandske banker. Datterbanker er egne norske juridiske enheter og er regulert på linje med øvrige norske banker. Utenlandskeide filialer er derimot ikke egne juridiske enheter og er regulert fra hjemlandet. Nordiske banker er dominerende blant de utenlandske bankene i Norge, men Santander Consumer Bank (datterbank av spansk bank) er også stor.

Utenlandske banker har høyere markedsandel i næringsmarkedet enn i personmarkedet med 35 prosent av utlånene i næringsmarkedet og 21 prosent i personmarkedet. De siste 20 årene har utenlandskeide datterbanker og filialer økt sine markeds-

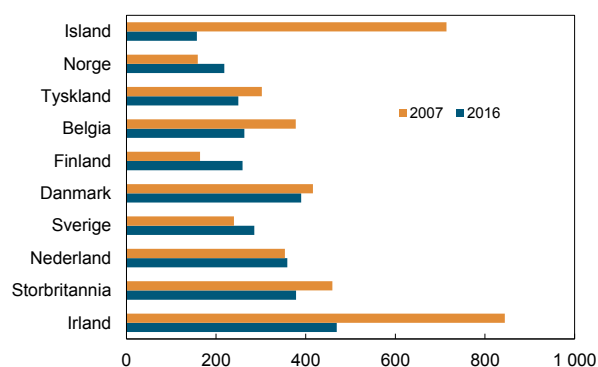
## PENGEMENGDEBEGREPER

Pengemengden deles inn i:

- *Basispengemengden (M0)*. Summen av norske sedler og mynter i omløp samt bankenes, kredittforetakenes og øvrige pengeholdende sektors innskudd i Norges Bank – sentralbankreserver eller sentralbankpenger. Pengeholdende sektor er husholdninger, ikke-finansielle foretak (bedrifter), kommuneforvaltningen og andre finansielle foretak enn banker og kredittforetak. Utenlandske sektorer er ikke med.
- *Det smale pengemengdebegrepet (M1)*. Pengeholdende sektors beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens innestående på transaksjonskontoer i norske kroner og utenlandsk valuta. Bankinnskudd på transaksjonskontoer omfatter innskudd som det uavhengig av formål kan foretas betalinger og uttak direkte fra uten at det påløper andre kostnader enn vanlige transaksjonsgebyrer.
- *M2* defineres som summen av M1 og pengeholdende sektors innskudd i norske kroner og utenlandsk valuta på kontoer med oppsigelsesfrist opp til tre måneder og/eller avtalt løpetid opp til to år.
- *Det brede pengemengdebegrepet (M3)* er summen av M2 og Pengeholdende sektors beholdning av gjenkjøpsavtaler, unntatt oppgjørssentralers beholdninger, samt sertifikater og obligasjoner med løpetid inntil to år utstedt av pengeutstedende sektor.

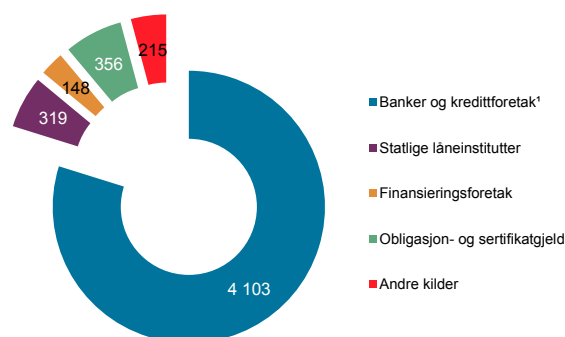
«Om pengemengden», *Norges Bank Staff Memo 14/2013* drøfter pengemengdeaggregatene nærmere og ser på sammenhengen mellom disse og utviklingen i kreditt. «*The declining deposit to loan ratio - What can the banks do?*», *Norges Bank Staff Memo 28/2012* drøfter utviklingen i bankinnskudd nærmere. Statistisk sentralbyrå har statistikk for både *kredittaggregater* og *pengemengdeaggregater*.

Figur 2.2 Bankenes totale balanse som andel av BNP. Prosent. 2007 og 2016



Kilder: Den islandske sentralbanken, ESB, IMF og Norges Bank

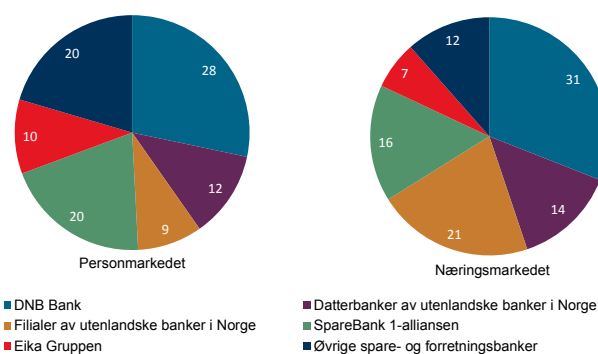
Figur 2.3 Kreditt til publikum etter kilder. Brutto innenlandsk gjeld. Milliarder kroner. Per 31. desember 2016



1) Alle banker og kredittforetak inkludert Eksportfinans.

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.4 Markedsandeler på utlån. Prosent av samlede utlån i markedet. Per 31. desember 2016



Kilde: Norges Bank

andeler i det norske bankmarkedet. I næringsmarkedet har markedsandelen økt med rundt 6 prosentenheter de siste 10 årene, mens det har vært mindre endringer i personmarkedet, se «*Filialer av utenlandske banker og kredittilbud*», *Norges Bank Aktuell kommentar 3/2017*. Den norske datterbanken til det svenske finanskonsernet Nordea, ble 2. januar 2017 omdannet til filial av svenske Nordea Bank AB, se boks: **Filialisering av Nordea**. Nordea er den nest største banken i Norge. Omdanningen av Nordea Bank Norge øker filialenes markedandel kraftig. Danske Bank og Handelsbanken er de øvrige store utenlandskeide filialene.

Se tabell 2.4 for en oversikt over de største bankene i Norge.

Dagens sparebankvesen er kjennetegnet av mange sparebanker. De fleste er svært små, men de har inngått omfattende allianser. SpareBank 1-gruppen består av 16 banker hvor de fleste er store i sine regioner, mens Eika-gruppen omfatter over 70 mindre sparebanker. Om lag 15 sparebanker står utenfor formalisert alliansesamarbeid, selv om noen har felles eierandeler i blant annet OMF-kredittforetak og forsikringsselskaper.

## FILIALISERING AV NORDEA

Nordea er Nordens største finanskonsern. Konsernets forvaltningskapital var 616 milliarder euro ved utgangen av 2016, tilsvarende om lag 5 500 milliarder norske kroner. Nordea Bank AB er utpekt som en global systemviktig bank (*G-SIB*) av Financial Stability Board (FSB). Bankkonsernet har i dag virksomhet i 16 land. Den norske virksomheten har vært drevet gjennom den heleide datterbanken Nordea Bank Norge siden 2000. Nordea Bank Norge var utpekt av Finansdepartementet som ett av tre systemviktige finansforetak i Norge. Banken er Norges nest største. Medregnet datterselskapet Nordea Eiendoms kreditt hadde den ved utgangen av 2016 markedsandeler for utlån på om lag 13 prosent i bedriftsmarkedet og 10 prosent i personmarkedet.

Nordea Bank Norge søkte i februar 2016 Finansdepartementet om tillatelse til å fusjonere virksomheten i den norske datterbanken med den svenske morbanken, Nordea Bank AB. Virksomheten i Norge skulle drive videre som filial av den svenske morbanken. I tillegg skulle datterselskapene Nordea Eiendoms kreditt AS (kredittforetak som utsteder OMF) og Nordea Finans Norge AS overdras til Nordea Bank AB som datterselskaper. Nordea søkte også tilsvarende tillatelser fra myndighetene i Finland og Danmark.

Ifølge Nordea er formålet å forenkle den juridiske strukturen, styrke virksomhetsstyringen, redusere administrativ kompleksitet og øke effektiviteten. Tillatelser fra myndighetene ble gitt i desember 2016 og fusjonene ble gjennomført 2. januar 2017. Nordeas virksomhet i Norge er nå en filial og dermed ikke en egen juridisk enhet. Den vil derfor i hovedsak bli regulert fra Sverige.

Nordeas bankvirksomhet i Norge er etter fusjonen det som kalles en «signifikant filial» i EU-reglene. Også flere av de andre store nordiske bankgruppene har aktiviteter i naboland, enten gjennom filial eller direkte uten selskapsetablering. Danmark, Finland, Norge og Sverige har på departementsnivå signert et «*Memorandum of Understanding*» (*MoU*) som skal legge til rette for samarbeid om grenseoverskridende bankgrupper som inneholder signifikante filialer. Samarbeidet har som mål å bidra til likere konkurranseforhold i det nordiske markedet, og sikre effektivt tilsyn med filialer. I tillegg til MOU-en mellom departementene har tilsynsmyndighetene i de relevante landene utarbeidet en separat MoU om signifikante filialer. Også de nordiske og baltiske sentralbankene har signert en *MoU* om utveksling av informasjon i normale tider og i perioder med finansiell uro. MoU-en omhandler også rollen til de ulike sentralbankene i tilfelle en av bankene som er etablert på tvers av landene, søker hjemlandets sentralbank om nødlån (S-lån).

Les mer om filialisering av Nordea i *Finansmarkedsmeldingen 2016–2017*.

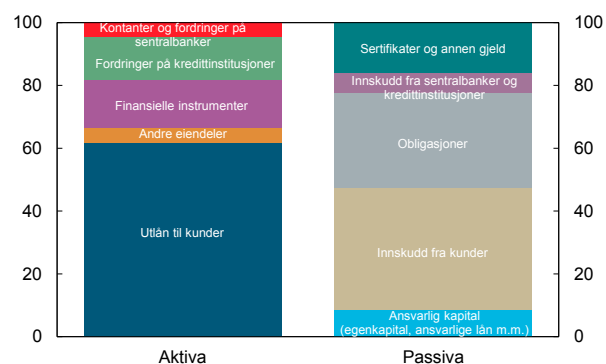
Tabell 2.4 Største bankkonsern i Norge. Rangert etter forvaltningskapital. Per 31.12.2016

Bankkonsern	Inngår i:	Hovedkontor/hovedområde
DNB Bank ASA	DNB ASA	Oslo / hele landet
Nordea Bank Norge ASA <sup>1</sup>	Datterbank av svensk bank	Oslo / hele landet
Danske Bank Norge	Filial av dansk bank	Trondheim / hele landet
Handelsbanken Norge	Filial av svensk bank	Oslo / hele landet
SpareBank 1 SR-Bank	SpareBank 1-alliansen	Stavanger / Rogaland, Hordaland, Agder
Sparebanken Vest	Selvstendig sparebank	Bergen / Vestlandet
Santander Consumer Bank AS	Datterbank av spansk bank	Oslo / bil- og forbrukslån
SpareBank 1 SMN	SpareBank 1-alliansen	Trondheim / Trøndelag, Nordvestlandet
SEB AB Oslofilialen	Filial av svensk bank	Oslo / investeringsbank
Sparebanken Sør	Selvstendig sparebank	Kristiansand / Agder, Telemark
Sparebanken Hedmark <sup>2</sup>	SpareBank 1-alliansen	Hamar / Hedmark, Oppland, Oslo, Akershus
SpareBank 1 Nord-Norge	SpareBank 1-alliansen	Tromsø / Troms, Nordland, Finnmark
Skandiabanken ASA	Selvstendig forretningsbank	Hele landet
Swedbank Norge	Filial av svensk bank	Oslo / forretnings- og investeringsbank

1) Nordea Bank AB (Publ), filial i Norge fra 2. januar 2017.

2) SpareBank 1 Østlandet fra 1. april 2017.

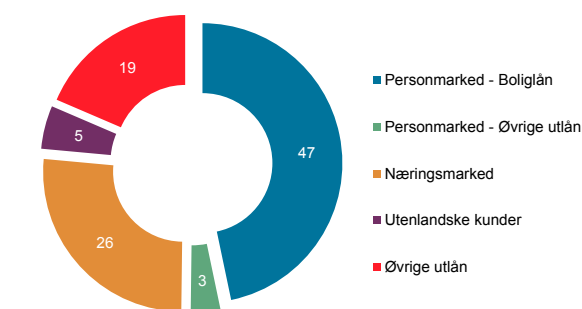
Kilde: Bankkonsernernes rapporter og Norges Bank

Figur 2.5 Eiendeler og finansiering. Norskeide banker og OMF-kredittforetak.<sup>1</sup> Prosent. Per 31. desember 2016

1) Summen av alle banker og OMF-kredittforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge.

Kilde: Norges Bank

Figur 2.6 Utlånsfordeling. Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2016



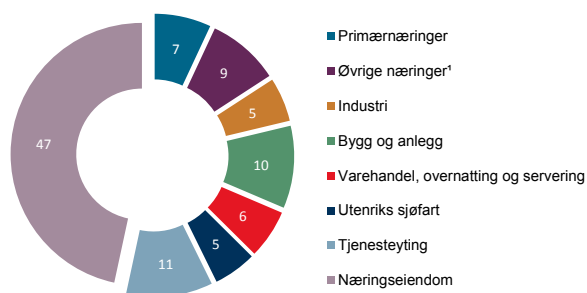
Kilde: Norges Bank

### 2.2.3 Bankenes eiendeler og finansiering

Utlån utgjør det vesentlige av norske bankers eiendeler, se figur 2.5. De største enkeltpostene på utlånsiden er boliglån til husholdninger og lån til nærings-eiendom, se figur 2.6 og figur 2.7. Utlånene til disse sektorene har økt de siste årene. Forbrukslån har vokst raskt de siste årene, men står fortsatt for en

liten andel av totale utlån til husholdningene. Utlånene er hovedsakelig i norske kroner. Øvrige eiendeler er blant annet verdipapirer i tillegg til innskudd i kredittinstitusjoner og sentralbanker. En viktig grunn for bankene til å holde denne type eiendeler er at de trenger eiendeler som raskt kan selges dersom innskytterne øker sine uttak eller banken ikke får fornyet

**Figur 2.7 Utlån til næringsmarkedet. Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2016**



1) Øvrige næringer består av «Utvinning av naturressurser», «Oljeservice», «Transport ellers» og «Forsyning». Utlån til utenlandske kunder er ikke inkludert.

Kilde: Norges Bank

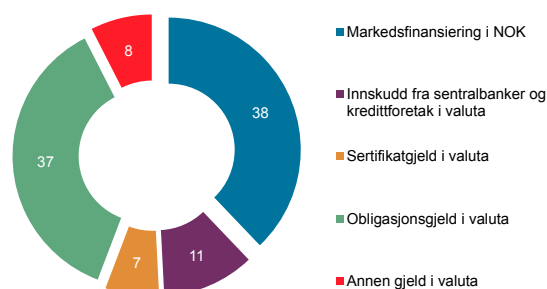
sin markedsfinansiering. Betydelige deler av de øvrige eiendelene er i utenlandsk valuta som amerikanske dollar og euro.

Norske banker finansierer mesteparten av virksomheten sin med innskudd og obligasjoner, se figur 2.5. Kundeinnskudd utgjør over en tredel, mens langsiktig markedsfinansiering står for omtrent 30 prosent. Disse to finansieringskildene antas som regel å være stabile. Banker med stabil finansiering er bedre rustet til å takle perioder med uro. De mindre sparebankene er i større grad finansiert med kundeinnskudd enn de store bankene, mens de utenlandske datterbankene og filialene i stor grad er finansiert av morselskapet i det utenlandske bankkonsernet. DNB har også en god del kortsiktig markedsfinansiering i form av sertifikater utstedt i annen valuta enn norske kroner.

Over halvparten av bankenes markedsfinansiering er hentet inn i utenlandsk valuta, se figur 2.8 og omtale i boks: **Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet** i kapittel 1.2.2. De mindre sparebankene er i større grad finansiert i norske kroner enn de store bankene. Se «*Norske bankars valutafinansiering av eignedelar i norske kroner*», *Norges Bank Staff Memo 2/2014* for en nøyere gjennomgang av norske bankers valutafinansiering.

Ved siden av innskudd og lån (fremmedkapital), finansieres banker også av egenkapital. Ved tap i bankene er egenkapitalen den første til å ta tap. Egenkapital-

**Figur 2.8 Valutafordelt markedsfinansiering<sup>1</sup>. Norske banker og kredittforetak.<sup>2</sup> Prosent. Per 31. desember 2016**



1) Totale passiva fratrukket kundeinnskudd og egenkapital.  
2) Alle banker og kredittforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge.

Kilde: Norges Bank

finansieringen omtales nærmere i kapittel 2.2.5 *Kapitaldekningsregulering*.

Mer statistikk er tilgjengelig på *Statistisk sentralbyrås hjemmesider*.

#### 2.2.4 Hvorfor og hvordan reguleres banker?

Banker er på grunn av deres store samfunnsmessige betydning gjenstand for omfattende regulering. Innskudd er et svært viktig sparealternativ og betalingsmiddel for folk flest. Andre oppgaver i banksektoren, som løpetidstransformasjon, betalingsformidling, risikofordeling og vurdering og oppfølging av lånekunder, er også viktige for et velfungerende finansielt system og for økonomien som helhet.

Målet for regulering av bankene er både stabilitet og effektivitet i det finansielle systemet. Reguleringen skal redusere sannsynligheten for fremtidige finansielle kriser. Den skal sikre at bankene utfører sine oppgaver og at de gjør det på en mest mulig effektiv måte. Reguleringer kan ha kostnader i form av lavere produksjon av finansielle tjenester. Dersom regulering gir gevinster som er høyere enn kostnadene ved regulering, er det til nytte for samfunnet som helhet. Se «*Why regulate banks?*», *Norges Bank Staff Memo 16/2013* for en nærmere drøfting av hvorfor banker reguleres.

Særlig på grunn av løpetidstransformasjonen, se kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*, er bankvirksomhet



i utgangspunktet sårbar for store uttak av innskudd og bortfall av markedsfinansiering. Da kan banken raskt komme i en situasjon som truer dens eksistens. I tillegg er bankene tett knyttet sammen. Problemer i en bank kan lett smitte over på andre banker og skape dominoeffekter som kan true hele det finansielle systemet. Se «Smitte mellom banker – Systemrisiko som følge av bankenes sammenkobling», *Norges Bank Staff Memo 13/2016*.

Innskuddssikring skal redusere faren for store uttak av innskudd ved å skjerme privatkunders innskudd om banken går over ende. Forbrukervern inngår som en del av dette. Privatkunder kan vanligvis ikke vurdere risikoen i en bank godt nok til å avgjøre om innskuddene er riktig priset, eller godt nok til å ha en god formening om bankens soliditet.

De første reguleringene tok sikte på å fremme en tilstrekkelig og stabil tilgang på banktjenester. Det sikkerhetsnett som først ble etablert (innskuddssikring og tilgang på lån i sentralbanker) kan ha skapt en stabilitet som stimulerte risikotakingen og ga et for stort omfang av banktjenester (adferdsrisiko). Det har igjen medført nye runder med reguleringer, i hovedsak for å bremse risikotakingen.

Økt globalisering av bankene har ført til at problemer i banker lett smitter over landegrensene. I sammenheng med dette har det de siste 30 årene vært økende samordning av bankregulering internasjonalt, se *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*. I tillegg har EUs indre marked for finansielle tjenester ført til felles regulering av banker i Europa.

*Finanstilsynet* fører tilsyn med at banker og andre finansforetak overholder reguleringene. Dersom en bank eller et finansforetak bryter med det gjeldende regelverket, skal Finanstilsynet iverksette tiltak slik at regelverket overholdes. Et første tiltak er vanligvis at foretaket innen kort tid legger frem planer der det redegjøres for hvordan kravene igjen skal oppfylles. Planen må godkjennes av Finanstilsynet. Finanstilsynet kan også ilegge restriksjoner på blant annet utbetaling av utbytte til aksjonærene og utbetaling av renter på enkelte typer gjeld. I siste instans kan Finanstilsynet inndra lisensen til finansforetaket. Dersom en bank er i ferd med å gå over ende eller myndighetene beslutter at den må stenge, vil et eget

kriseløsningsregelverk gjelde, se kapittel 2.2.8 *Kriselhåndtering av banker*.

Historisk har bankkriser hatt stor betydning for utformingen av regelverk for banker, se «*Bank regulation and bank crisis*», *Norges Bank Working Paper 18/2009*. I etterkant av bankkriser skjerpes regelverket, og minstekravene til egenkapital øker. Når krisene kommer noe på avstand, har kapitalnivået hatt en tendens til å svekkes. Dette ses også av utviklingen i Norge de siste 25 årene.

For en grundig gjennomgang av bankkrisen i Norge på slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet, se «*The Norwegian Banking Crisis*», *Norges Bank Skriftserie 33/2004* og «*Norges Banks rolle på finanssektormrådet i perioden 1945–2013 med særlig vekt på finansiell stabilitet*», *Norges Bank Skriftserie 48/2015*. «*Bedre rustet mot finanskriser – Finanskriseutvalgets utredning*», *NOU 2011:1*, gir en grundig gjennomgang av den internasjonale finanskrisen i 2008.

### 2.2.5 Kapitaldekningsregulering

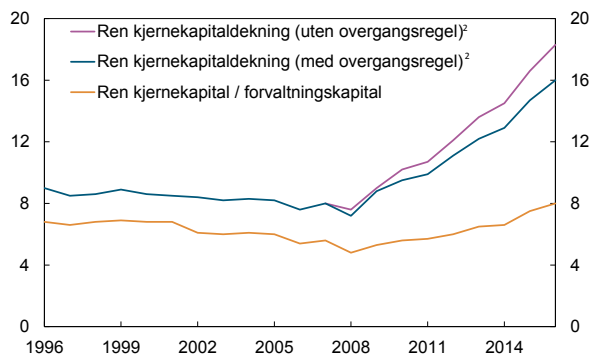
Kapitaldekningsregler skal bidra til at finansforetakene har nok tapsbærende kapital i forhold til den risikoen de tar. Kapitalen, som i hovedsak er egenkapital og annen tapsabsorberende kapital, skal være tilstrekkelig til å kunne dekke nokså store uventede tap.

Etter bankkrisen i årene 1988 til 1993 fremhevet Stortingets granskningskommisjon («Smith-kommisjonen») at minimumskravet til kapitaldekning var for lavt før krisen og at bankene var dårlig kapitalisert. I etterkant fulgte en nødvendig styrking av bankenes kapitaldekning. Noe strengere norske kapitalkrav enn det som gjaldt internasjonalt var en styrke for den norske banksektoren under den internasjonale finanskrisen i 2008. Krisen synliggjorde behovet for strengere bankregler på mange områder og bankenes kapitaldekningskrav ble skjerpet.

Siden bunnen i 2008 har den rene kjernekapitaldekningen i norske banker økt betydelig. Ren kjernekapital målt i prosent av forvaltningskapitalen har også økt, men langt mindre, se figur 2.9.

Norge vil bli omfattet av EUs kapitaldekningsregelverk som bygger på Basel III og som ble gjort gjeldende i

**Figur 2.9 Ren kjernekapitaldekning og ren kjernekapitalandel. Norske banker samlet.<sup>1</sup> Prosent. 1996–2016**



- 1) For banker som er finanskonsern benyttes tall for bankkonsern, for øvrige banker benyttes morbanktall.
- 2) Se ordliste og vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene, for forklaring av overgangsregelen.

Kilde: Finanstilsynet

EU fra januar 2014. Se Finanstilsynets høringsnotat *Gjennomføring av CRD IV i norsk regelverk* for mer informasjon om strukturen på EUs kapitaldekningsregelverk. Norge startet innfasingen av Basel III-prinsippene i 2013 og har dermed valgt en raskere implementering enn innfasingskravene i EU. For en mer detaljert fremstilling av kapitalkravene i det norske regelverket, se *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

### 2.2.6 Likviditetsregulering

Den internasjonale finanskrisen i 2008 var i Norge i hovedsak en likviditetskrise og avdekket behov for bedre styring av bankenes likviditet og finansieringsstruktur. Se boks: **Likviditet** i kapittel 1.1.1. for en innføring i likviditetsbegrepet. Bankene kan redusere likviditetsrisikoen ved å ha innskudd fordelt på mange små innskyttere, ha lange løpetider på markedsfinansieringen og holde tilstrekkelig med likvide eiendeler (likviditetsreserver) i form av lett omsettelige verdipapirer eller sentralbankreserver. Ved å holde likviditetsreserver blir bankene bedre i stand til å takle perioder med uro i markedene. Reservene kan både brukes som sikkerhet for nye lån eller selges slik at banken slipper å ta opp nye lån.

Likviditetsregler pålegger bankene å ha en viss beholdning av likvide eiendeler. Krav til likviditetsdekning («Liquidity Coverage Ratio» eller LCR) inne-

bærer at bankene skal ha en minste mengde med særlig likvide eiendeler til å klare seg gjennom en 30 dagers periode med betydelig uro i finansieringsmarkedene. For en mer detaljert beskrivelse av likviditetsreguleringen, se *Finansiell stabilitet 2014* fra Norges Bank.

Krav til LCR ble ferdigstilt i EU i 2014 og implementeringen i EU startet i oktober 2015. De nye kravene er i ferd med å bli innført i EØS. I november 2015 vedtok Finansdepartementet nye norske likviditetskrav som svarer til det nye likviditetsregelverket i EU, se *Pressemelding fra Finansdepartementet 25.11.2015*.

Det foreslåtte kravet til stabil finansiering («Net Stable Funding Ratio» eller NSFR) fra EU innebærer at bankene finansierer lite likvide eiendeler med stabil finansiering. Kravet skal gjøre bankenes finansieringsstruktur mer robust. Utlån til kunder og pantsatte eiendeler er eksempler på lite likvide eiendeler. Stabil finansiering vil blant annet være kjernekapital, obligasjonsfinansiering med lang gjenværende løpetid og flere typer kundeinnskudd. Kravet skal innføres to år etter at det er endelig vedtatt.

### 2.2.7 Innskuddssikring i Norge

Innskytergarantiordninger ble gjort gjeldende ved lov for sparebanker i 1924 og for forretningsbanker i 1961. Ordningen i dagens lov er obligatorisk for norske banker inkludert datterbanker av utenlandske banker. Regler for innskuddssikring skal beskytte små og uinformerte bankinnskyttere. Det gjør at de ikke behøver å følge den økonomiske situasjonen i banken, og det reduserer sjansen for at de tar ut sine penger i panikk ved rykter om problemer for banken. Den enkelte kunde er etter norsk lov dekket for sine innskudd i en bank med inntil to millioner kroner inkludert opptjente renter, se *Finansforetaksloven*. Grensen gjelder selv om kunden har flere kontoer i samme bank. Har kunden innskudd i flere banker, gjelder grensen for hver av bankene.

*Bankenes sikringsfond* står for innskuddsgarantien i Norge. Bankene skal betale en årlig avgift til fondet. Fondet skal dekke tap på innskudd så snart som mulig og senest en uke etter at Finanstilsynet har kommet til at institusjonen ikke er i stand til å tilbakebetale innskudd, eller banken er satt under offentlig administrasjon.

Filialer av utenlandske banker i Norge er i utgangspunktet ikke omfattet av den norske garantiordningen. Innskudd som norske kunder har i slike banker, vil være dekket gjennom innskuddsgarantiordningene i disse bankenes hjemland. Filialene kan imidlertid søke om medlemskap i den norske innskuddsgarantiordningen (også kalt «topping up»). Da garanterer det norske fondet for inntil to millioner kroner fratrukket det som garanteres av hjemlandets ordning.

Fra 2011 har dekningsbeløpet i innskuddsgarantiordningen i EU vært fullharmonisert til hundre tusen euro. Norske myndigheter har arbeidet for å beholde det høyere norske nivået, se *Finansdepartementets hjemmesider om Den norske innskuddsgarantiordningen*.

### 2.2.8 Krisehåndtering av banker

Når en stor og viktig bank har stått i fare for å gå over ende, har myndighetene i de fleste land grepet inn for å sikre videre drift i banken. De har fryktet alvorlige konsekvenser i det finansielle systemet dersom banken må stenge. Redningsaksjonene har vært i form av gunstige lån og lånegarantier eller tilførsel av ny egenkapital til banken. Resultatet har nesten alltid vært at bankens kreditorer har sluppet å ta tap, såkalt «bail-out». Bankenes kreditorer har hatt en form for implisitt garanti for sine lån, og det kan føre til at de foretar en mindre grundig risikovurdering av bankens virksomhet enn de ellers ville gjort. Av den grunn har det oppstått en forventning hos kreditorene om at myndighetene vil redde dem også ved fremtidige problemer i banken. Dette kalles ofte moralsk hasard. Banken har kunnet øke sin risiko uten å måtte betale sine långivere for den økte risikotakingen. Det øker utlånene og risikoen i banksystemet.

Etter den internasjonale finanskrisen i 2008 har det kommet nye internasjonale regler for hvordan bankkriser skal løses. I januar 2015 ble det såkalte krisehåndteringsdirektivet, *The Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)*, satt i kraft i EU. Målet med direktivet er at myndighetene skal kunne håndtere banker i problemer slik at bankenes kritiske funksjoner føres videre, men uten at bankene blir tilført offentlige midler.

Et viktig element i direktivet er såkalt «bail-in». Bail-in innebærer at myndighetene skriver ned verdien av

gjelden og/eller gjør om deler av bankens gjeld til egenkapital uten at banken må stenge. Hvis långiverne, også til systemviktige banker, blir stilt overfor en reell tapsrisiko, vil de vurdere risikoen i bankene grundigere og sette renten på sine lån til bankene mer i samsvar med risikoen i banken. Bankenes finansiering blir dyrere, og bankene vil ønske å ta mindre risiko. Det vil bli mindre utlån, og risikoen i hele det finansielle systemet vil bli lavere. Se «*Kriseløsning av banker ved hjelp av bail-in – momenter ved innføring i Norge*», *Norges Bank Staff Memo 12/2014* for en gjennomgang av «bail-in». I tillegg til bruk av bail-in inneholder EUs krisehåndteringsdirektiv bestemmelser om innskyterpreferanse, bruk av brobank (midlertidig offentlig eie av en krisebank før restrukturering og salg), etablering av nasjonale krisehåndteringsmyndigheter og krisehåndteringsfond, samt utarbeiding av banktestamenter (beredskapsplaner og planer for ordnet avvikling av banker). Krisehåndteringsdirektivet skal innarbeides i norsk lov.

Visesentralbanksjef Jon Nicolaisen drøftet grunnleggende problemstillinger rundt krisehåndtering av banker i sitt foredrag «*Bør banker berges?*» fra 2015.

## 2.3 KREDITTFORETAK

Kredittforetakene gir langsiktige lån til husholdninger og foretak. Kredittforetakene skiller seg fra bankene ved at de ikke kan ta imot innskudd eller utføre betalings tjenester. Kredittforetak finansierer i hovedsak virksomheten med obligasjonslån. OMF-kredittforetak, som finansierer utlån til bolig og nærings eiendom ved å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), utgjør en vesentlig andel av kredittforetakene, se boks: **Lån med sikkerhet** i kapittel 1.2.

### 2.3.1 OMF-kredittforetak

Det er 25 OMF-kredittforetak i Norge. I juni 2007 ble det åpnet for at OMF-kredittforetak kunne utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) i Norge. En OMF er en obligasjon som gir investorene fortrinnsrett til et definert utvalg av utstederens eiendeler, kalt sikkerhetsmassen.

Etter norsk lov må OMF utstedes av et eget kredittforetak. OMF-kredittforetakene er opprettet, eid og kontrollert av bankene. Flertallet av norske banker eier et slikt foretak sammen med andre banker, men enkelte store og mellomstore banker har valgt å opprette egne kredittforetak. Et mindre antall banker har ikke tilknytning til foretak som utsteder OMF. Det er stilt krav til OMF-kredittforetakene som skal sikre at de kan betale renter og forfall på obligasjonene til rett tid. OMF-kredittforetakene har også strenge rammer for rente- og valutarisiko. Finanstilsynet fører tilsyn med OMF-kredittforetakenes likviditetsstyring og rammene for valuta- og renterisiko.

OMF-kredittforetak finansierer store deler av boligutlåne i Norge. Det skjer enten ved at utlåne gis direkte fra kredittforetaket eller ved at bankene overfører utlån de selv har gitt til OMF-kredittforetakene, som utsteder OMF med sikkerhet i låne. Bankene gir normalt OMF-kredittforetakene kortsiktig kreditt når låne blir overført. OMF-kredittforetakene betaler tilbake kreditten enten ved at de skaffer likviditet ved å utstede OMF eller ved at banken mottar OMF for en verdi som tilsvarer låne den har overført. Bankens balanse endres derfor ved at utlån erstattes med OMF eller midler fra salget. Midlene kan eventuelt benyttes til å nedbetale bankens gjeld. Muligheten for OMF-utstedelser gir bankkonsernene flere og mer stabile finansieringskilder. Gjennom

felleseide kredittforetak har også mindre banker fått mulighet til å finansiere seg i internasjonale kapitalmarkeder. Artikkelen «*Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst*», *Norges Bank Penger og Kreditt 1/2010* gir en grundig gjennomgang av OMF og OMF-kredittforetak.

### 2.3.2 Andre kredittforetak

Det finnes også kredittforetak som ikke har konsesjon til å utstede OMF. Disse utsteder i hovedsak vanlige usikrede seniorobligasjoner. Det er få slike kredittforetak i Norge, og med unntak av Kommunalbanken og Eksportfinans er de relativt små.

#### 2.3.2.1 Kommunalbanken

Kommunalbanken yter lån til kommuner og fylkeskommuner i Norge. 98 prosent av landets kommuner er kunder i Kommunalbanken.

Det ville vært dyrt om alle norske kommuner skulle låne direkte i kapitalmarkedene. Kommunalbanken kan gi kommunene gode lånevilkår ved å samle hele kommune-Norges lånebehov. Utlåne til kommunene finansieres ved at Kommunalbanken tar opp obligasjons- og sertifikatlån i de internasjonale kapitalmarkedene. Avdragsbaserte lån med lang løpetid er Kommunalbankens hovedprodukt, og alle kunder får tilbud om den samme renten. Kommunalbanken er et heleid statlig aksjeselskap og har høyest oppnåelige kredittvurdering (AAA). Den er av Finansdepartementet utpekt som et systemviktig finansforetak og pålegges dermed ekstra krav til kapital.

#### 2.3.2.2 Eksportfinans ASA

Frem til 2011 ga Eksportfinans langsiktige lån til norske eksportører gjennom ordningen for subsidiert eksportfinansiering. Selskapet eies av et konsortium av banker som opererer i Norge (85 prosent) og den norske stat (15 prosent). Utlån fra Eksportfinans ble finansiert ved obligasjons- og sertifikatlån i de internasjonale kapitalmarkedene. Fra 2012 overtok den norske regjeringen ansvaret for nye lån ved å etablere en ny statlig enhet, Eksportkreditt Norge AS, se boks: **Statlige låneinstitutter**. Eksportfinans yter derfor ikke lenger nye lån og kreditter og den eksisterende låneporteføljen fases gradvis ut gjennom forfall.

## STATLIGE LÅNEINSTITUTTER

### Husbanken

Husbanken ble opprettet i 1946 som en bank for boligbygging. Etter krigen var det stor mangel på boliger, og Husbanken skulle bidra til å bygge opp igjen landet. I dag ligger Husbanken under Kommunal- og moderniseringsdepartementet og har som oppgave å bidra til å gjennomføre regjeringens boligpolitikk. Den bidrar med bostøtte, tilskudd, startlån og grunnlån, se *Husbankens hjemmesider*. Låntakerne er hovedsakelig kommuner, bedrifter, borettslag og lønnsøkere. Utlånsporteføljen er omtrent 142 milliarder kroner. Det utgjør rundt 3 prosent av innenlandsk brutto gjeld.

### Statens lånekasse for utdanning

Statens lånekasse for utdanning (Lånekassen) ble etablert i 1947 for å forvalte statens støtte til utdanning. Det er et statlig forvaltningsorgan underlagt Kunnskapsdepartementet. Lånekassen skal bidra til like muligheter til utdanning uavhengig av geografiske forhold, alder, kjønn, funksjonsdyktighet og økonomiske og sosiale forhold, i hovedsak gjennom stipend og gunstige lån. Ordningen skal øke kompetansen i arbeidslivet. Lånekassen har over 1 million kunder. Det ble tildelt 27 milliarder kroner i studiestøtte i 2016. Utlånsporteføljen var 164 milliarder kroner, se *Lånekassens hjemmesider*.

### Innovasjon Norge

Innovasjon Norge skal bidra til lønnsom næringsutvikling i Norge. Nærings- og fiskeridepartementet er hovedeier med 51 prosent, og fylkeskommunene eier 49 prosent. Innovasjon Norge ble etablert i 2004 ved en fusjon av Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND), Norges Eksportråd, Norges Turistråd og Statens veiledningskontor for oppfinnere (SVO). Innovasjon Norge skal bidra til konkurransedyktige norske bedrifter og langsiktig verdiskaping gjennom forretningsutvikling. Innovasjon Norge bidrar med rådgivning, tilskudd og lån. De profilerer også norsk næringsliv og turisme i utlandet og er representert i flere enn 30 land. Utlånsporteføljen utgjorde omtrent 18 milliarder ved utgangen av 2016, se *Innovasjon Norges hjemmesider*.

### Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK)

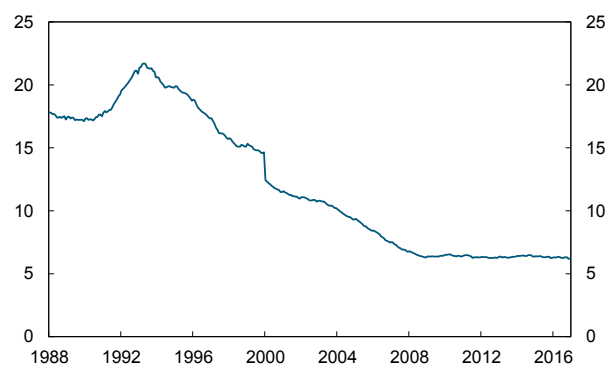
Garantiinstituttet for Eksportkreditt (GIEK) er en forvaltningsbedrift underlagt regjeringen ved Nærings- og fiskeridepartementet. GIEK skal hjelpe norske eksportører ved å gi garantier på vegne av staten. Garantiene skal være i tråd med OECD-avtalen for eksportkreditter. GIEK skal være et supplement til private banker og resultatmessig gå i balanse over tid. GIEK og Eksportkreditt Norge samarbeider tett. GIEK stiller garanti når en utenlandsk kjøper ber Eksportkreditt Norge om lån for å finansiere norske eksportvarer eller tjenester. GIEK hadde utestående garantiansvar på 98 milliarder norske kroner ved utgangen 2016, se *GIEKs hjemmesider*.

### Eksportkreditt Norge AS

Eksportkreditt Norge AS er et statlig aksjeselskap, og ikke et finansforetak, men inkluderes i omtalen her siden hovedformålet er finansieringsvirksomhet. Eksportkreditt Norge AS forvalter eksportkredittordningen på vegne av staten og på oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet. Virksomheten er regulert i eksportkredittloven og forskrift om eksportkredittordningen. Formålet med selskapet er å sikre finansiering som bidrar til å fremme norsk eksport. Norske og utenlandske selskaper kan søke om finansiering hos Eksportkreditt Norge AS når de skal kjøpe varer eller tjenester fra norske eksportører. Låntakerne kommer fra hele verden.

Alle utlånene i Eksportkreditt Norge AS står på statens balanse og skal være garanterte enten av statlige eksportgarantiinstitusjoner som GIEK og/eller av finansinstitusjoner med god kredittvurdering. Staten er ansvarlig for forpliktelser forbundet med utlånsvirksomheten til Eksportkreditt Norge AS. Selskapet har vært operativt siden 1. juli 2012 da det overtok funksjonen til Eksportfinans ASA, og hadde ved utgangen av 2016 77 milliarder i utlån, se *Eksportkreditt Norges hjemmesider*.

**Figur 2.10** Kreditt fra statlige låneinstitutter. Prosent av innenlandsk kreditt (K2). Januar 1988–desember 2016



Kilde: Statistisk sentralbyrå

## 2.4 STATLIGE LÅNEORDNINGER

Statlige låneinstitutter har til hensikt å sørge for finansiering av politisk prioriterte aktiviteter, som for eksempel å gi lik mulighet til utdanning eller bidra til nyskaping i næringslivet. Statlige låneordninger er mindre utbredt nå enn tidligere. På slutten av 1980-tallet var 18 prosent av samlet kreditt i Norge (K2) fra statlige låneordninger. Slike låneordninger utgjør i dag omtrent 6 prosent av utlån i Norge, se figur 2.10.

Det har særlig vært en reduksjon i slike lån til husholdninger. I dag er de største statlige låneinstituttene Husbanken, Statens lånekasse for utdanning, Innovasjon Norge og Garantiinstituttet for eksportkreditt (GLEK), se boks: **Statlige låneinstitutter**.

## 2.5 FORSIKRINGSFORETAK

En forsikring er en avtale om å erstatte økonomisk tap som følge av tilfeldige, uforutsette hendelser. Forsikring har ifølge *Store norske leksikon* røtter tilbake til år 2250 f. Kr. Grunntanken i all forsikring er at mange er utsatt for samme type risiko for økonomisk tap. Etter som denne risikoen ikke inntreffer samtidig, er det gunstig å bli med i en sammenslutning, et forsikringsforetak, for å fordele tapene mellom medlemmene (kundene). En forutsetning er at det er tilstrekkelig antall kunder som ønsker å forsikre seg mot denne risikoen. Når det oppstår et tap, dekkes det av forsikringsforetaket. Den som tegner forsikring, for-

sikringstageren, betaler et beløp, premie, til forsikringsforetaket. Ved hjelp av premiene bygger forsikringsforetaket opp reserver som trekkes på når det oppstår tap. Gjensidige brannkasser var blant de første forsikringsforetakene i moderne tid. De oppsto i kjølvannet av store bybranner i London og København. Brannkassene kunne fordele tapene på mange medlemmer som sto overfor risiko for brann, samtidig som brann sjelden ville ramme mange medlemmer samtidig. Den første brannkassen i Norge var Christiania Brand-Assurance-Casse opprettet i 1753 og basert på frivillig tilslutning fra huseiere i Christiania.

Forsikringspremier beregnes som forventet tap med tillegg av et beløp som dekker kostnadene for å drive forsikringsordningen. Et grunnleggende prinsipp i forsikring er at det skal være samsvar mellom premien som kunden betaler og den risikoen forsikringsforetaket tar. Dette kunne i prinsippet tilsi en prising av forsikringspremien på individnivå, men det kan lett oppfattes som urettferdig og være vanskelig å gjennomføre i praksis. Kunder som har anledning til å holde tilbake opplysninger om risiko vil i større grad tegne forsikring. I så fall vil premien bli lavere enn risikoen skulle tilsi. Opphopning av kunder med ekstra høy risiko fører til et skjevt utvalg av kunder («adverse selection»). Siden premieinntektene skal dekke de forventede utgiftene, vil selskapet bli nødt til å øke premiene. Det kan føre til at kunder med normal risiko vegrer seg for å tegne forsikring, noe som bidrar til en ytterligere opphopning av kunder med ekstra høy risiko. I verste fall kan forsikringsforetaket bli tvunget til å trekke tilbake forsikringstilbudet.

### 2.5.1 Ulike forsikringstyper

Det er flere måter å klassifisere forsikring på. En inndeling er etter type risiko som forsikringstageren forsikrer seg mot, og da deles det inn i livsforsikring, skadeforsikring og kredittforsikring. Livsforsikringsproduktene kan deles i to hovedgrupper: pensjonsforsikring og forsikring som normalt gir en engangsutbetaling ved uførhet eller dødsfall. Pensjonsforsikring sikrer utbetalinger over flere år ved uførhet, dødsfall eller oppnådd alder, se boks: **Pensjonssystemet i Norge**.

Forsikring kan også klassifiseres etter forsikringsobjekt (person-, ting- eller formuesforsikring). Eksempler på personforsikring er pensjonsforsikring, syke-



## PENSJONSSYSTEMET I NORGE

Pensjonssystemet i Norge er tredelt:

- Det offentlige forsikringssystemet, folketrygden, som omfatter alle.
- På toppen av det kommer arbeidsgiverfinansiert pensjon, ofte kalt tjenstepensjon. Den består av avtaler om pensjon utover folketrygden mellom den enkelte bedrift og dens ansatte (kollektive pensjonsavtaler). Bedriftene kan kjøpe pensjonsytelser i et livsforsikringsforetak eller organisere ordningen selv gjennom egne pensjonskasser.
- Individuelle spare- og pensjonsordninger utgjør den tredje delen av pensjonssystemet.

Tjenstepensjoner er skattefavisert i Norge. Pensjonspremier er skattefrie innenfor visse beløpsgrenser, mens utbetalte pensjoner blir skattlagt på linje med andre inntekter. Et sentralt trekk ved de kollektive pensjonsordningene i bedrifter de siste årene er overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger, se *Finansiell Stabilitet 2016*. Den viktigste forskjellen mellom de to ordningene er knyttet til hvem som bærer avkastningsrisikoen på de oppsparte midlene frem til pensjonsutbetaling (opp-tjeningsperioden).

Ytelsesbaserte ordninger utbetaler pensjon med en på forhånd fastsatt prosent av sluttlønnen ved avtalt pensjonsalder. Det er forutsigbart for den ansatte. Bedriften betaler inn en årlig premie til pensjonsordningen. Størrelsen på premien avhenger blant annet av medlemmenes tjenestetid, alder, lønnsnivå og avkastningen som livsforsikringsforetaket oppnår. Den ansatte bærer ikke risikoen for avkastningen på de oppsparte midlene. Ytelsesbaserte ordninger garanterer fremtidig avkastning fra livsforsikringsforetaket eller pensjonskassen på innbetalte midler. Den garanterte avkastningen vil bestemme hvor høye premieinnbetalingene må være for å sikre den avtalte fremtidige pensjonen. Det lave rentenivået de siste årene har gjort det utfordrende for livsforsikringsforetakene og pensjonskassene å oppfylle avkastningsgarantien.

I en innskuddspensjonsordning avhenger nivået på pensjonsutbetalingene av størrelsen på de oppsparte midlene (pensjonskapitalen) og avkastningen på kapitalen. Kostnadene ved ordningen, dvs. premien som skal innbetales, er dermed forutsigbare for bedriften, men den ansatte bærer selv risikoen knyttet til avkastningen på de oppsparte midlene.

Tjenstepensjon har vært obligatorisk i Norge siden 2006. Regjeringen påla private bedrifter (i hovedsak alle bedrifter med mer enn én ansatt) plikt til å opprette en tjenstepensjonsordning for sine ansatte. Innskuddet må være på minimum 2 prosent av den ansattes lønn mellom 1 G og 12 G i en innskuddsbasert ordning (G er grunnbeløpet i folketrygden, som er 92 576 kroner i 2016). Det er fortsatt mest pensjonskapital i de ytelsesbaserte ordningene, men premieinnbetalingene til innskuddsordningene i livsforsikringsforetakene er nå høyere enn til ytelsesordningene, se *Finansiell Stabilitet 2016*.

Når en arbeidstaker slutter i en privat bedrift med ytelsesbasert tjenstepensjon, får arbeidstakeren en fripolise. En fripolise er en forsikringsavtale som ikke krever ytterligere premieinnbetalinger og som gir rett til fremtidig pensjonsutbetaling. Også når private bedrifter velger å avvikle ytelsesordningen for å gå over til innskuddspensjon, eller når private bedrifter opphører, vil arbeidstakerne få en fripolise.

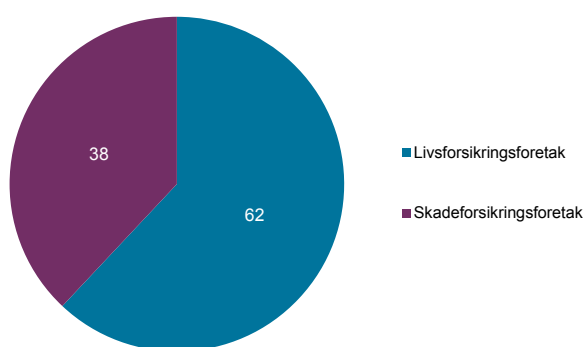
forsikring og ulykkesforsikring. Tingforsikring omfatter blant annet brannforsikring, motorvognforsikring og tyveriforsikring. Eksempler på formuesforsikring er ansvarsforsikring og kredittforsikring.

Det er også vanlig å skille mellom tilfeller der forsikringsforetaket er den opprinnelige utsteder av forsikringsavtalen (primær forsikring), og tilfeller der et forsikringsforetak har overtatt en del av ansvaret fra primære forsikringsforetak (gjenforsikring eller re-assuranse). Selv forsikringsforetak har behov for å sikre seg mot store uforutsette hendelser og mange erstatningsutbetalinger, for eksempel store utbetalinger som følge av naturkatastrofer som jordskjelv

og flom. Derfor foretar forsikringsforetak risikoavlastning gjennom re-assuranse.

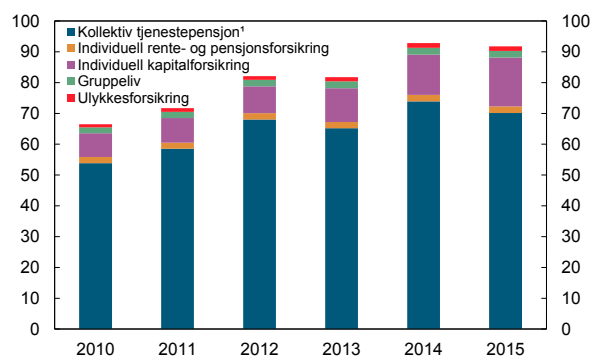
Livsforsikring utgjør den største andelen av forsikringsmarkedet i Norge med om lag 60 prosent av premieinntektene, se figur 2.11. Pensjonsforsikring står for mesteparten av livsforsikringsforetakenes premieinntekter, se figur 2.12. Pensjonsforsikring omfatter kategoriene kollektiv tjenestepensjon og individuell rente- og pensjonsforsikring. For pensjonsforsikring består forsikringspremien av et betydelig spareelement, og forsikringsforetaket forvalter kun sparingen til den kommer til utbetaling. Det fører til at forsikringspremiene og forvaltningskapitalen i livs-

**Figur 2.11 Forsikringsforetak i Norge. Andeler etter premieinntekter. Prosent. 2015**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

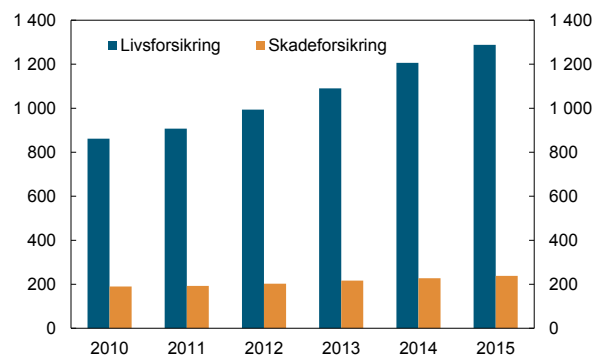
**Figur 2.12 Livsforsikringsforetakenes premieinntekter etter bransje. Milliarder kroner. 2010–2015**



1) Omfatter pensjonsordninger etter Lov om foretakspensjon, Lov om innskuddspensjon i arbeidsforhold og Lov om tjenestepensjon. Data for foretakspensjonsordninger i perioden 2010–2012 og for tjenestepensjonsordninger i 2010–2013 foreligger ikke.

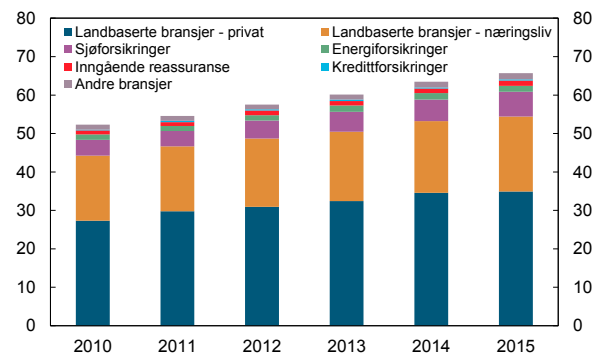
Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 2.13 Forsikringsforetakenes forvaltningskapital. Milliarder kroner. 2010–2015**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

**Figur 2.14 Skadeforsikringsforetakenes premieinntekter etter bransje. Milliarder kroner. 2010–2015**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

forsikringsforetakene er høye sammenliknet med skadeforsikringsforetakene, se figur 2.13.

Private landbaserte forsikringer og landbaserte forsikringer til næringslivet er de viktigste gruppene i skadeforsikringsforetakenes premieinntekter, se figur 2.14. Motorvognforsikringer bidrar mest til premieinntektene.

I fjerde kvartal 2016 var det 19 livsforsikringsforetak og 87 skadeforsikringsforetak i Norge, se *Statistisk sentralbyrå*. Rangert etter premieinntekter er KLP, Storebrand Livsforsikring, DNB Livsforsikring, og Nordea Liv de største innenfor livsforsikring, se figur 2.15. Gjensidige, If Skadeforsikring, Tryg og SpareBank 1 Forsikring er størst innenfor skadeforsikring, se figur 2.16.

De viktigste eiendelene til forsikringsforetakene er norske og utenlandske obligasjoner, sertifikater, aksjer og eiendom. Gjelden består i hovedsak av kundenes krav. Kundenes krav er beregnet som dagens verdi av fremtidig utbetaling fra forsikringsforetaket. Disse omtales som forsikringstekniske avsetninger. Forsikringsforetak har ikke lov til å ta opp lån.

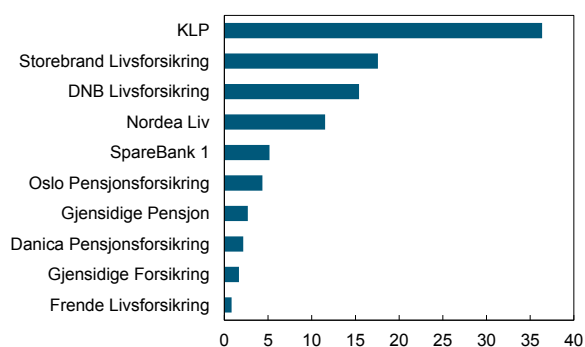
For at forsikringsmarkedet skal fungere effektivt er det viktig at kundene har tillit til at forsikringsforetakene overholder inngåtte avtaler. Dette er spesielt viktig for kontrakter som omfatter langsiktig pensjonssparing. Forsikringsselskaper er derfor gjenstand for særlig regulering for å sikre kundenes rettigheter, se boks: **Regulering av forsikringsforetak**.

### LIVSFORSIKRINGSFORETAKET SILVER SATT UNDER OFFENTLIG ADMINISTRASJON

Finansdepartementet satte 17. februar 2017 *Silver Pensjonsforsikring AS* under offentlig administrasjon. Offentlig administrasjon innebærer at et administrasjonsstyre overtok styringen av Silver for å forvalte kundenes interesser og penger på best mulig måte. Bakgrunnen for vedtaket var at Silver ikke oppfylte kapitalkravene og at det ikke var lagt frem en realistisk plan for oppfyllelse av kravene, se *redegjørelse* for beslutningen fra Finansdepartementet.

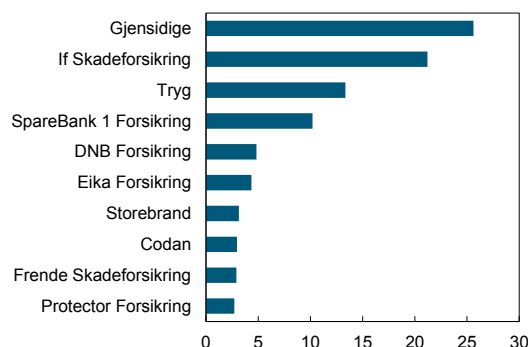
Silver ble etablert i 2005. Forsikringsforpliktelsene i Silver var hovedsakelig knyttet til fripoliser som de hadde overtatt fra andre forsikringsforetak. Silver bar risikoen med å oppfylle avkastningsgarantien på de oppsparte midlene for fripolisene. Solvens II ble innført 1. januar 2016, se boks: **Regulering av forsikringsforetak**, men Silver fikk midlertidig dispensasjon fra Solvens II-kravene frem til 15. februar 2017. I redegjørelsen fra Finansdepartementet anslås det at Silver manglet om lag 3 milliarder kroner for å oppfylle alle kapitalkravene (beregnet beløp ved utgangen av 2016). Soliditetsproblemene i Silver viser utfordringene et forsikringsforetak kan ha med å oppfylle langsiktige avkastningsgarantier når rentenivået er lavt.

Figur 2.15 Markedsfordeling i livsforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2016



Kilde: Finans Norge

Figur 2.16 Markedsfordeling i skadeforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2016



Kilde: Finans Norge

## REGULERING AV FORSIKRINGS-FORETAK

Det nye solvensregelverket for forsikringsforetak i EØS, Solvens II, ble vedtatt i EU i 2009 og innført fra januar 2016, men med lange overgangsordninger. Solvens II gjelder ikke for pensjonskasser. Solvens II er mer følsomt for risiko enn det tidligere regelverket, Solvens I. Solvens II innebærer en skjerpelse av kapitalkravet sammenliknet med Solvens I.

Under Solvens II skal verdien av både eiendeler og forpliktelser beregnes til markedsverdi. Markedsverdien av forsikringsforpliktelsene beregnes ved å diskontere fremtidige utbetalinger med risikofrie markedsrenter. Kapitalkravet er bestemt ved en stresstest, noe som sikrer at forsikringsforetaket skal være i stand til å motstå en svært negativ utvikling i faktorer (som aksje- og obligasjonskurser) som påvirker forsikringsforetakets egenkapital.

Lav markedsrente gir store utfordringer for livsforsikringsforetakene under Solvens II. Med lav rente øker dagens verdi av forsikringsforpliktelsene. Samtidig blir det mer krevende for livsforsikringsforetakene å oppnå tilstrekkelig avkastning for å oppfylle avkastningsgarantien på garanterte kontrakter.

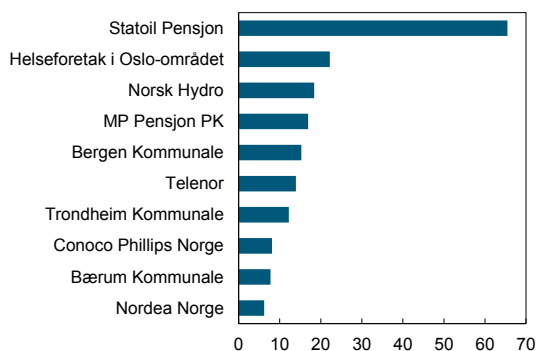
## 2.6 PENSJONSKASSER

Sparing til tjenestepensjon kan i Norge skje både i livsforsikringsforetak og pensjonskasser. En pensjonskasse er en selveiende institusjon etablert av en bedrift eller offentlig foretak (kommune) for å yte én eller flere kollektive tjenestepensjonsordninger. Ved utgangen av 2015 var det 87 private og offentlige pensjonskasser i Norge. Figur 2.17 viser de største av disse. Til sammen har pensjonskassene en forvaltningskapital på om lag 318 milliarder kroner. Ved utgangen av 2016 var 55 prosent av pensjonskassenes midler investert i obligasjoner og 36 prosent i aksjer, se figur 2.18.

Mens livsforsikringsforetakene er regulert etter Solvens II, se boks: **Regulering av forsikringsforetak**, er pensjonskassene regulert etter tjenestepensjonsdirektivet og Solvens I. Pensjonskassene rapporterer resultatene fra en stresstest til Finanstilsynet. Denne stresstesten er en forenklet utgave av stresstesten som benyttes i Solvens II for å bestemme kapitalkravet. Finansdepartementet sendte i 2016 forslag om nye kapitalkrav for pensjonskasser på høring med høringsfrist 9. januar 2017. Forslaget innebar kapitalkrav basert på en forenklet anvendelse av Solvens II. Saken er til behandling hos Finansdepartementet.

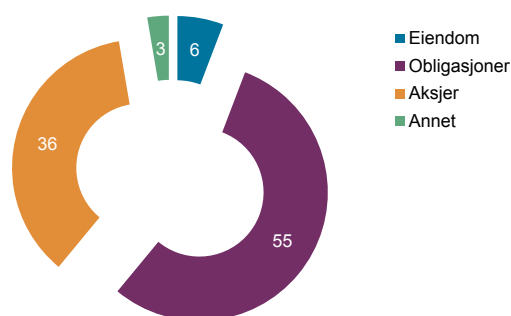
Statens Pensjonskasse (SPK) er ikke med i tallene for pensjonskasser. SPK administrerer tjenestepensjonsordninger for ansatte i staten og statseide selskaper.

Figur 2.17 De største private og offentlige (kommunale) pensjonskassene. Forvaltningskapital i milliarder kroner. 31. desember 2016



Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.18 Pensjonskassenes eiendeler. Utvalg på 48 pensjonskasser. Prosent av forvaltningskapital. Per 31. desember 2016



Kilde: Finanstilsynet

I tillegg forvalter den pensjonsordningen for enkelte grupper i kommunal, fylkeskommunal og privat sektor. Stortinget vedtar rammer og regelverk for SPK, nedfelt i lov om SPK. Medlemmer i SPK betaler 2 prosent av lønnen i pensjonsinnskudd. Arbeidsgiverandel betales bare av virksomheter som har egne inntekter. Den delen av de årlige utbetalingene som ikke dekkes av innskuddene, dekkes ved løpende bevilgninger over statsbudsjettet. SPK er derfor ikke fullt fondert (engelsk: «pay-as-you-go»). Opptjente pensjonsrettigheter i SPK utgjorde 509 milliarder kroner ved utgangen av 2016. SPK gir boliglån til sine medlemmer. Samlede utlån var 58 milliarder kroner ved utgangen av 2016.

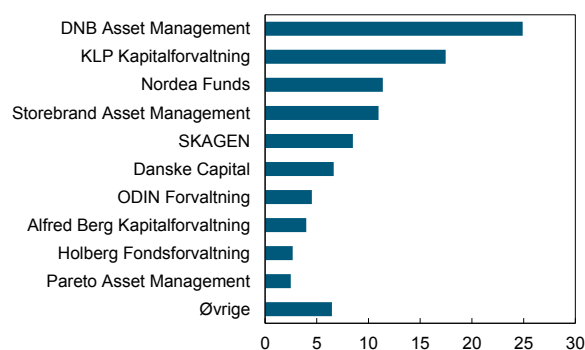
KLP (Kommunal Landspensjonskasse) leverer pensjons-, finans- og forsikringstjenester til kommuner og fylkeskommuner, helseforetak og til bedrifter i offentlig sektor og tilbyr innskuddsbasert tjenestepensjon til private bedrifter. KLP er organisert som et gjensidig forsikringsforetak. Det innebærer at KLPs kunder ved opprettelse av en pensjonsordning skyter inn egenkapital og derved også står som eiere av selskapet. Tjenestepensjon for kommunalt ansatte er KLPs hovedprodukt. Pensjonsordningene som KLP har ansvaret for er fondert. Av KLP-konsernets forvaltningskapital på 596 milliarder kroner ved utgangen av 2016 utgjorde pensjonsmidler tilhørende pensjonsordninger innenfor offentlig sektor 452 milliarder.

## 2.7 VERDIPAPIRFOND

Et verdipapirfond er en kollektiv investeringsordning der mange andelseiere går sammen om å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Et forvaltningsselskap med konsesjon fra Finanstilsynet administrerer og forvalter midlene i porteføljen. Gebyrer og avgifter dekker driften av forvaltningsselskapet og trekkes fra midlene i fondet. Dermed belastes andelseierne driften av fondet.

Kapitalen fra andelseierne i verdipapirfond bidrar til å finansiere utstedere av verdipapirer. Investering i verdipapirfond fremfor enkeltaksjer og enkeltobligasjoner kan gi flere fordeler for investor. For det første blir det mulig å oppnå stordriftsfordeler, noe som gir lavere kostnader. Ett eksempel på dette er reduserte kostnader ved analyse og seleksjon av verdipapirer. For det andre blir det enklere å spre risikoen på mange

Figur 2.19 Markedsandeler forvaltningselskap for verdipapirfond. Prosent. 31. desember 2016



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

verdipapirer. Det kalles diversifisering. For det tredje kan det potensielt gi bedre avkastning og risikostyring når forvaltningen overlates til spesialister. Ulemper ved verdipapirfond er mindre grad av egenbestemmelse i investeringsbeslutningene, samt gebyrer og avgifter til forvaltningsselskapet.

**Diversifisering** er å spre risikoen ved å fordele en investering på flere verdipapirer. Siden de enkelte verdipapirene sjelden har samme risiko eller utvikler seg helt i takt, så vil samlet risiko i en diversifisert portefølje bli lavere enn dersom beløpet var investert i bare ett enkelt verdipapir.

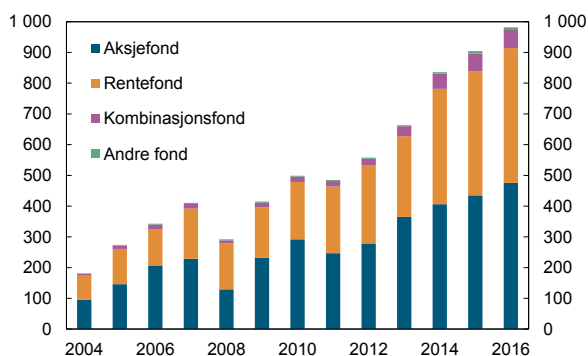
Forvaltningsselskaper kan være eid av banker, forsikringsforetak eller andre, se figur 2.19 som viser de største fondsforvalterne. Hvert forvaltningsselskap tilbyr som regel et stort antall fond med ulike investeringsprofiler.

### 2.7.1 Verdipapirfond klassifisert etter eiendeler

Verdipapirfondene i Norge forvaltet ved utgangen av 2016 totalt 982 milliarder kroner. Fondene kan klassifiseres ut fra hva slags verdipapirer de plasserer midlene i, se figur 2.20:

- Aksjefond plasserer i aksjer og utgjør nær halvparten av samlet forvaltet kapital i verdipapirfondene.

**Figur 2.20 Forvaltet kapital i verdipapirfond etter type fond. Milliarder kroner. Årsslutt. 2004–2016**



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

- Rentefond utgjør også en betydelig andel og plasserer i rentebærende verdipapirer. Størstedelen av rentefondene er obligasjonsfond. I tillegg består rentefondene av pengemarkedsfond og «andre rentefond».
- Kombinasjonsfond plasserer i både aksjer og rentebærende papirer.
- Andre fond omfatter blant annet alternative investeringsfond (AIF), også kalt spesialfond. Slike fond forvalter små beløp i Norge.

Verdipapirfondenes samlede kapital vokste med 9 prosent i 2016, eller 77 milliarder kroner, hvorav 39 milliarder var netto nytegninger. De nye midlene gikk i hovedsak til rentefond og aksjefond, se figur 2.21.

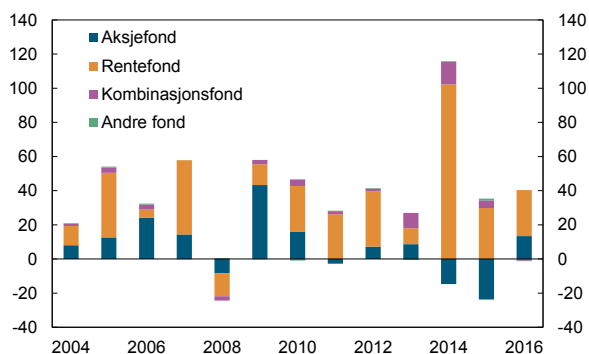
Livsforsikringsforetak og pensjonskasser er de viktigste andelseierne i norske verdipapirfond, se figur 2.22. De eier betydelige andeler av obligasjonsfondene, aksjefondene og pengemarkedsfondene. Privatpersoner eier hovedsakelig andeler i aksjefond og kombinasjonsfond, men i liten grad obligasjonsfond.

### 2.7.2 Andre klassifiseringer av verdipapirfond

Verdipapirfond kan også klassifiseres ut fra type forvaltning eller hvordan eierandelene omsettes. Det er vanlig å skille mellom passivt og aktivt forvaltede fond, børsnoterte fond og såkalte fond i fond.

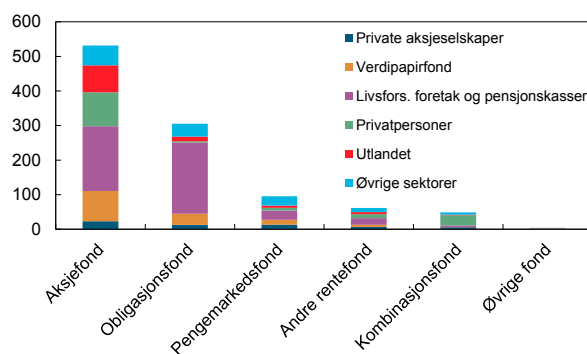
Passivt forvaltede fond forsøker å gjenskape utviklingen i en gitt portefølje (referanseindeks) av verdipapirer. Slike fond kalles derfor indeksfond. Et aksjeindeksfond kan sikte mot tilsvarende avkastning som referanseindeksen ved å ha en tilnærmet lik portefølje av aksjer som referanseindeksen. Av likviditetshensyn og for å redusere kostnader kan indeksfond unnlate å ha aksjer som utgjør en liten del av referanseindeksen. Fondets avkastning forventes likevel å følge utviklingen i indeksen. Passivt forvaltede fond gjør færre handler og analyser enn aktive fond og har derfor lavere kostnader.

**Figur 2.21 Netto nytegning i verdipapirfond. Milliarder kroner. 2004–2016**



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

**Figur 2.22 Andelseiere i verdipapirfond. Milliarder kroner. Per 31. desember 2016**



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Aktivt forvaltede fond er basert på at forvalteren kan «slå indeksen», det vil si å få en bedre avkastning enn indeksen til samme risiko. Forvalteren velger da sine investeringer med omhu og gjør nye kjøp og salg når endrede markedsforhold kan gi mulighet for ekstra avkastning. Analyser, og ofte hyppigere kjøp og salg av verdipapirer gjør at det koster mer å drive aktiv forvaltning enn passiv forvaltning. Undersøkelser av avkastningen i de ulike fondene viser at det er få aktive fond som over tid har gjort det bedre enn indeksfond, se for eksempel *Fama and French (2010)*.

Børsnoterte fond («Exchange Traded Funds» eller bare ETF) er et av de raskest voksende segmentene i det globale finansmarkedet, men er lite utbredt i Norge. ETFer handles over børs som en aksje, og kan være både indeks og aktivt forvaltede fond. Ved utgangen av 2016 var det fire børsnoterte fond på Oslo Børs med en samlet forvaltningskapital på 3,4 milliarder kroner.

Noen verdipapirfond er såkalte fond i fond. Det er fond som inneholder andeler i andre fond. Det gjør det enklere å spre risiko, men for andelseierne blir forvaltningen ofte dyrere med avgifter både til fondet en har andeler i og til fond som inngår i porteføljen.

### 2.7.3 Regulering av verdipapirfond

Verdipapirfondloven regulerer verdipapirfondenes og forvaltningsselskapenes organisering og handlefrihet. Reguleringen av verdipapirfond skal sikre at andelseiernes interesser blir ivaretatt, blant annet gjennom å sikre at risikoen spres og at andelseierne får informasjon om historisk avkastning, risiko og kostnader. Finanstilsynet har ansvar for å kontrollere at forvaltningsselskapenes virksomhet er i henhold til lov og forskrift. Finanstilsynet skal godkjenne alle norske verdipapirfond.

## 2.8 ANDRE FINANSFORETAK

### 2.8.1 Finansieringsforetak

Finansieringsforetakene gir hovedsakelig kortsiktige lån innenfor leiefinansiering (leasing), «factoring», gjeldsbrevlån til næringslivet og forbrukslån, ofte i tilknytning til kredittkort. Utlånene finansieres i hovedsak gjennom kortsiktige innlån. Foretakenes samlede utlån var om lag 185 milliarder kroner ved utgangen av 2016. Om lag 35 prosent av finansieringsforetakene, målt ved utlån, er utenlandske foretak etablert med filial i Norge.

«Factoring» er en form for finansiering av bedrifter. Bedriften selger sine kundefordringer (dvs. fakturaer) til finansieringsforetaket som håndterer fakturaene mot en betaling.

### 2.8.2 Verdipapirforetak

Verdipapirforetak opptrer som mellommenn i verdipapirmarkedet og tilbyr investeringstjenester knyttet til finansielle instrumenter etter tillatelse fra Finanstilsynet. Verdipapirforetakene har en svært sentral rolle i annenhåndshandelen med finansielle instrumenter, og ved tilrettelegging av emisjoner i førstehåndsmarkedet (såkalt «corporate»-virksomhet). De mest sentrale tjenestene som verdipapirforetakene tilbyr, utover tradisjonell megleraktivitet og tilrettelegging, er investeringsrådgivning, analysevirksomhet og garantistillelse for fulltegning av emisjoner.

Verdipapirforetak driver også aktiv forvaltning av investorers portefølje på individuell basis og etter investors fullmakt. For å forebygge interessekonflikter mellom kunder og mellom foretak og kunder, må det etableres systemer og fysiske informasjonssperrer mellom den aktive forvaltningen og øvrige virksomhetsområder.

Krav til virksomheten følger av verdipapirhandelloven, og foretakene er under tilsyn av Finanstilsynet. Loven stiller omfattende krav til verdipapirforetakenes virksomhet og organisering. Foretaket må være bygget opp på en måte som gjør at risikoen for at det oppstår interessekonflikter begrenses til et minimum. Videre stilles det krav om at ledelsen og eierne er egnet til å lede og eie et verdipapirforetak.



Ved utgangen av 2016 var det 105 verdipapirforetak med norsk tillatelse. Av disse var 25 banker med konsesjon som verdipapirforetak. I tillegg kommer 19 filialer av utenlandske verdipapirforetak.

### **2.8.3 Investeringselskap**

Investeringselskaper er selskaper med en eller flere eiere som er opprettet for å investere i en underliggende portefølje av investeringsaktiva. Det er normalt lagt til rette for flere deltakere. Selskapets struktur er gjerne basert på avtaler om forvaltning og administrasjon. Investeringselskaper plasseres oftest i aksjer, obligasjoner og fast eiendom. De er ikke finansforetak, og de trenger derfor ikke spesiell lisens (konsesjon) for å drive sin virksomhet. De er heller ikke underlagt tilsyn fra Finanstilsynet.

### **2.8.4 Såkornselskaper (Venture capital)**

Dette er en type investeringselskaper som investerer i ikke-børsnoterte selskaper. De tilbyr egen- eller fremmedkapitalfinansiering av selskaper i startfasen, spesielt virksomheter i teknologisektoren. Motivasjonen for investeringene er fremtidig salg eller børsnotering. Fremmedkapital ytes gjerne som konvertible lån, slik at investorene senere kan innløse gjelden i aksjer. Såkornselskaper er ofte organisert som partnerskap der institusjonelle investorer og formuende privatpersoner bidrar med finansieringen.

# 3 Finansiell infrastruktur

Den finansielle infrastrukturen er de systemene der finansielle transaksjoner mellom ulike aktører i økonomien blir gjennomført. Det gjelder alle typer transaksjoner, fra vanlige betalinger med kort i butikk til transaksjoner i verdipapir- og valutamarkedet. Effektiv finansiell infrastruktur er en forutsetning for en moderne økonomi. Eksempler på finansiell infrastruktur er betalingssystemer, oppgjørssystemer for verdipapirer, verdipapirregistre, sentrale motparter og transaksjonsregistre. Den finansielle infrastrukturen omfatter både de tekniske systemene og avtalene og regelverket som regulerer bruken av dem. I denne publikasjonen behandles kontanter som en del av den finansielle infrastrukturen.

Et betalingssystem kan deles inn i «systemer for betalingstjenester» og «interbanksystemer». Systemer for betalingstjenester er den delen av betalingssystemet som er rettet mot kundene og som gjør det mulig for personer og foretak å ta ut kontanter av sine bankkontoer, bruke betalingskort eller foreta betalinger i nettbank. Et interbanksystem er et system som gjør at bankene kan få gjort opp betalingene seg i mellom.

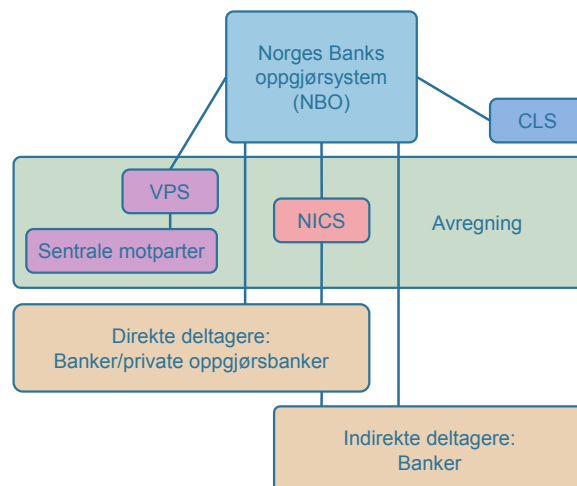
Kjernen i det norske interbanksystemet er Norges Banks oppgjørssystem (NBO) og avregningssystemet «Norwegian Interbank Clearing System» (NICS), se figur 3.1. Basert på alle betalinger kundene foretar, beregner NICS hva bankene skylder og har til gode hos hverandre. Resultatet av denne avregningen sendes fem ganger om dagen til NBO. Der justeres saldoene på bankenes kontoer i Norges Bank tilsvarende. Les mer om NBO i kapittel 3.2.1 *Norges Banks oppgjørssystem (NBO)* og NICS i kapittel 3.2.2 *Avregningssentralen NICS*.

Banker handler valuta for flere hundre milliarder kroner hver dag. Tapene kan derfor bli store om en motpart ikke oppfyller forpliktelsene sine. For å begrense denne risikoen er det etablert en flervalutabank kalt «Continuous Linked Settlement» (CLS), se kapittel 3.2.3 *Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS*. CLS skal hindre at det oppstår tap i valutaoppgjørene ved å sikre at den ene delen av en valutahandel ikke betales uten at den andre delen også betales.

Verdipapiroppgjøret (VPO) omfatter oppgjør av penger og verdipapirer. Betaling for verdipapirene blir gjort opp i Norges Bank, og overføring av verdipapirene gjøres i Verdipapirsentralen ASA (VPS). VPS eier og driver registeret der eierskapet til verdipapirer er dokumentert. Les mer i boks: **Verdipapirregister** og på *VPS' hjemmesider*.

Sentrale motparter har en viktig rolle i finansmarkedene, se kapittel 3.4 *Sentrale motparter*. En sentral motpart trer inn i handel i finansielle instrumenter og blir kjøper for selger og selger for kjøper. Risikoen for at en av partene i en handel ikke kan innfri sin del av handelen, motpartsrisikoen, blir dermed overført til den sentrale motparten, som garanterer for oppfyllelse av handelen. Oslo Børs innførte i 2010 krav om at alle aksjer som handles på Oslo Børs må gjøres opp gjennom en sentral motpart.

Figur 3.1 Interbank- og verdipapiroppgjørssystemene i Norge<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Figuren gir ikke et fullstendig bilde.

Kilde: Norges Bank

### 3.1 KUNDERETTEDE BETALINGSTJENESTER

Kunderettete betalingstjenester er som regel betalinger med relativt små beløp, som skjer i et stort antall og som gjøres mellom privatpersoner, bedrifter og myndigheter. Ved betalinger skiller man mellom betalingsmiddel og betalingsinstrument.

Et betalingsmiddel er en fordring som overføres mellom kjøper og selger som betaling for varer og tjenester. I hovedsak finnes det to typer betalingsmidler: kontanter, som er fordringer på Norges Bank, og bankinnskudd (kontopenger), som er fordringer på banker. Se også boks: **Hva er penger?** i Innledning. Elektroniske penger (e-penger) er et tredje betalingsmiddel. Dette er penger i form av digitale verdienheter som bare brukes til elektroniske betalinger. De finnes både i form av forhåndsbetalte kort og innestående på e-pengekontoer.

Betalingsinstrumenter er måtene vi overfører betalingsmidlene på. De kan deles inn i tre hovedgrupper: kontanter, betalingskort og girobetalinger (for eksempel nettbank).

For betalinger på fysiske brukersteder er det i første rekke kort og kontanter som benyttes, mens ved såkalte avstandsbetalinger (der kjøper og selger ikke møtes fysisk) er kort- og girobetalinger mest vanlig. For å gjøre betalinger over landegrensene enklere samarbeider EU om felles betalingsløsninger, les mer i boks: «**Single Euro Payments Area**» (SEPA).

#### 3.1.1 Kontanter

Kontanter er både et betalingsmiddel og et betalingsinstrument. Norske sedler og mynter er en fordring på Norges Bank og har visse likheter med et gjeldsbrev. Det betyr at den økonomiske verdien representeres av seddelen eller mynten. At verdien finnes i kontantene, betyr også at oppgjøret mellom kjøper og selger skjer direkte når sedlene og myntene blir overlevert.

Kontopenger kan gjøres om til kontanter enten over skranken i bankfilialer, post i butikk, ved uttak fra minibank eller ved kontantuttak ved varekjøp. Motsatt kan kontanter gjøres om til kontopenger over skranken i bankfilialer, post i butikk eller i bankenes innskudds-

#### «SINGLE EURO PAYMENTS AREA» (SEPA)

SEPA er et europeisk samarbeid for felles betalingsløsninger. Formålet er å skape en felles europeisk plattform for betalingsystemer isteden for nasjonale systemer med ulike format og priser. Grunnlaget for SEPA ble lagt gjennom en EU-forordning i 2001 og fastsetter at eurooverføringer mellom land innenfor EØS-området skal ha samme pris som en tilsvarende innenlandsk overføring. Forordningen regulerer prisen på betalinger i euro. Forordningen er innført i Norge og gjelder for eurobetalinger i og ut av Norge, men ikke for betalinger i norske kroner.

automater. Omveksling fra kontopenger til kontanter og vice versa gjøres til pålydende (100 kroner i kontopenger kan veksles til 100 kroner i kontanter). Gjennomsnittsstørrelsen på uttak fra minibanker var i overkant av 1600 kroner i 2016, mens gjennomsnittsstørrelsen på uttak i forbindelse med varekjøp utgjorde i underkant av 500 kroner. Statistikk for uttak av kontanter over skranke er ikke tilgjengelig.

Kontanter er tvungne betalingsmidler i Norge. Det følger av *Finansavtaleloven* at forbruker har rett til å foreta oppgjør med kontanter hos betalingsmottaker. Mottaker er imidlertid ikke forpliktet til å godta betaling med mer enn tjuvfem mynter av hver valør. Etter *Finansforetaksloven* skal bankene, i samsvar med kundenes behov og forventninger, motta kontanter fra kundene og gjøre innskudd tilgjengelig for kundene i form av kontanter. Bankene må dermed legge til rette for at kundene har mulighet til å gjøre kontopenger om til kontanter og omvendt. Kontopenger er et alminnelig god tatt betalingsmiddel, men ikke et tvungent betalingsmiddel.

Andelen kontantbetalinger er redusert de siste årene. Uttak av kontanter både fra minibank og ved varekjøp faller, se figur 3.2. Intervjuundersøkelser indikerer at mens 24 prosent av betalingene ble gjort med kontanter i 2007, ble 15 prosent av betalingene gjort

kontant i 2013. Målt i verdi var reduksjonen fra 14 til 7 prosent i samme periode, se «Kostnader i det norske betalingssystemet», Norges Bank Memo 5/2014. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til undersøkelsen av publikums kontantbruk.<sup>3</sup>

Verdien av utestående kontanter har holdt seg relativt stabil de siste tiårene, men har falt som andel av betalingsmidler (M1), samlet privat forbruk og BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.3. Andelen utgjorde 2,5 prosent i 2016, noe som er veldig lavt sammenliknet med andre land, se figur 3.4.

### 3.1.2 Betalingskort

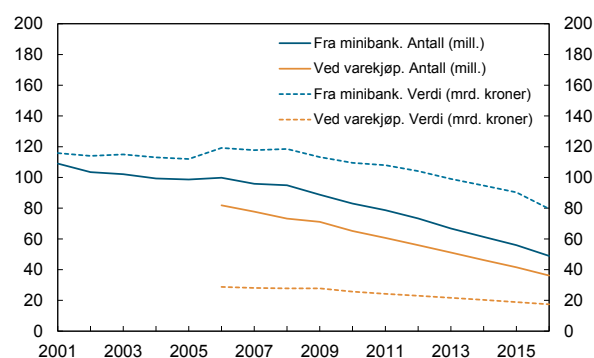
I hovedsak finnes det tre typer betalingskort: Debetkort, faktureringskort og kredittkort.

Et debetkort er utstedt av en bank og knyttet til en bankkonto. Transaksjonsbeløpet trekkes (debiteres) direkte fra kortinnehaverens konto. I dagligtale er dette bankkort. Et faktureringskort debiterer ikke kortinnehaverens konto direkte. Kortutstederen samler opp kjøpene i en gitt periode og fakturerer kortholderen for det sammenlagte beløpet for perioden. Et kredittkort fungerer som et faktureringskort, men gir kortholderen mulighet til kreditt. Dette innebærer at kortholderen kan velge å betale hele, deler eller ingenting av det utestående beløpet. I de siste tilfellene rulleres det gjenstående beløpet over til en ny periode og rentene begynner å løpe.

BankAxept er det nasjonale debetkorts-systemet. Det er eid og driftet av bankene i Norge gjennom et aksjeselskap. Systemet er det klart mest brukte. Bruken av internasjonale kort i Norge øker imidlertid raskt. Dette er betalingskort utstedt i Norge av norske banker eller kortselskaper på lisens fra internasjonale kortsystemer som VISA og MasterCard. Kortene kan være debetkort, faktureringskort eller kredittkort. Les mer i boks: **Hvordan foregår en betaling med BankAxept-kort?**

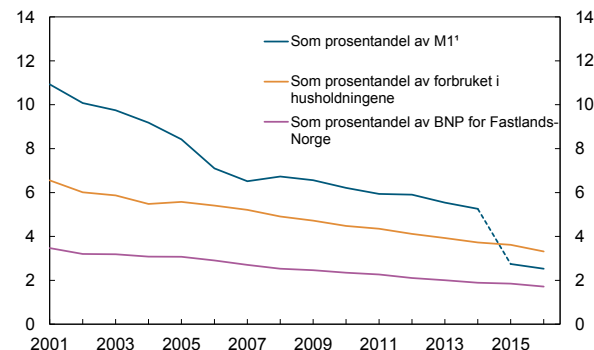
3) En alternativ undersøkelse utført av Norges Bank blant et utvalg brukersteder ga som resultat at kontantbetalinger sto for 36 prosent av betalingene på brukersted og 20 prosent av omsetningen. Et begrenset antall handelsbedrifter ga opplysninger om kontantbruken, og utvalget var neppe helt representativt. Det er imidlertid flere større varehandelsskjeder i utvalget, og spredningen i resultatene fra de to undersøkelsene illustrerer usikkerheten i slike estimater. Kontanter brukes også i betalinger fra person til person, men denne type betalinger inngår ikke i tallene fra brukerstedene.

Figur 3.2 Uttak av kontanter fra minibank og ved varekjøp. 2001-2016



Kilde: Norges Bank

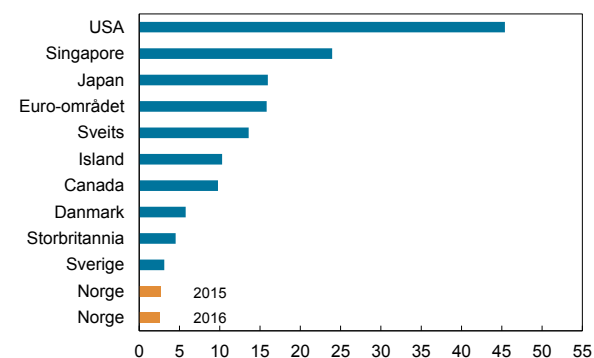
Figur 3.3 Verdien av kontanter i omløp i prosent av verdien av betalingsmidler (M1), husholdningenes forbruk og BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2001-2016



1) M1 er omdefinert fra og med 2015.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Kontanter i prosent av betalingsmidler (M1) i utvalgte land. 2015 og 2016 (Norge)



Kilder: BIS, Den islandske sentralbanken, ESB og Norges Bank

## HVORDAN FOREGÅR EN BETALING MED BANKAXEPT-KORT?

Åtte av ti kortbetalinger i Norge blir utført med BankAxept-kort. De aller fleste av disse er debetkorttransaksjoner. Størstedelen av BankAxept-kortene har også en annen betalingsløsning, som regel VISA. BankAxept blir automatisk valgt i de fleste betalingsterminaler dersom betaleren ikke aktivt velger en annen betalingsløsning.

For å kunne tilby betalinger med BankAxept-kort må butikken (brukerstedet) ha avtale med en bank som garanterer for oppgjør av transaksjonene. Oppgjør innebærer at kontoen til brukerstedet blir godskrevet alle betalinger som er gjort med BankAxept-kort på butikkens terminaler over en periode. Terminalene som butikkene benytter, kan enten leies eller kjøpes av banker eller andre leverandører. Betalerne må ha avtale med en bank om å knytte et BankAxept-kort til kontoen sin.

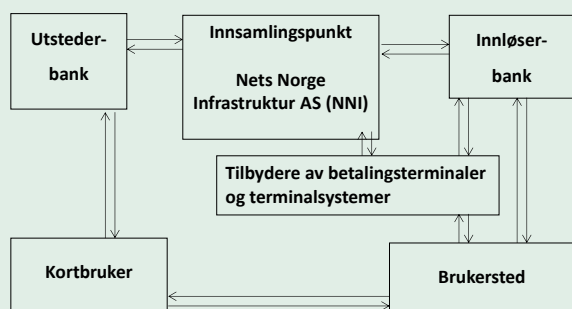
### Hva skjer når det blir gjort en betaling med BankAxept-kort?

Idet kunden bruker kortet, blir kortinformasjonen registrert på terminalen. Kunden blir spurt om å oppgi PIN-koden, og det blir laget en forespørsel om å godkjenne (autorisere) betalingen. Forespørselen blir sendt til et felles sentralt innsamlingspunkt. Der blir det kontrollert at det er brukt rett PIN-kode, og at forespørselen kommer fra en ekte terminal på et virkelig brukersted. Fra innsamlingspunktet blir autorisasjonsforespørselen formidlet videre til utstederbanken (banken til kortholderen), se figur 3.5.

Utstederbanken kontrollerer at vilkårene for å autorisere transaksjonen er til stede: At kortet ikke er sperret og at det er dekning. Svaret (ja eller nei) sender utstederbanken tilbake til det felles innsamlingspunktet, som så sender informasjonen videre til terminalen på brukerstedet, der resultatet blir vist på skjermen. Alt dette skjer normalt på under et halvt sekund.

Nets Norge Infrastruktur AS (NNI) lager deretter transaksjonsdata (beløpstransaksjoner) som blir sendt til NICS for avregning og oppgjør mellom bankene, se kapittel 3.2.2: *Avregningssentralen NICS*. Avregning og oppgjør av slike transaksjoner finner sted fem ganger hver ukedag, og frem til oppgjøret er det autoriserte beløpet reservert på betalerens konto slik at det ikke kan brukes en gang til. Etter oppgjøret formidler NICS transaksjonsdataene til innløserbanken (brukerstedets bank) for godskriving på kontoen til brukerstedet og til utstederbanken for belastning av kontoen til betaleren.

Figur 3.5 Transaksjonsflyt i en BankAxept-betaling



## BETALINGER MED MOBILTELEFON

Det har lenge vært mulig for bankkunder å bruke mobiltelefon til å betale regninger og overføre penger, enten gjennom mobil tilgang til nettbanken eller gjennom særskilte mobilbankløsninger. I senere tid har i tillegg flere ulike mobilbetalingsløsninger blitt tilgjengelige for publikum. Dette er egne programmer for smarttelefoner som gjør det mulig å betale med telefonen i butikker og som tilbyr enkel betaling mellom privatpersoner. Betalingsprogrammene kalles også «digitale lommebøker».

Det finnes i dag i hovedsak to løsninger for mobilbetalinger i Norge: Vipps og MobilePay. I tillegg finnes mCash, men de har varslet at de vil gå sammen med Vipps. Da vil Vipps eies av DNB, Sparebank1-alliansen, en gruppering av selvstendige sparebanker, Eika-alliansen og Sparebanken Møre. MobilePay er et samarbeid mellom Danske Bank, Nordea og Gjensidige Bank.

Mobilbetalingsløsningene i det norske markedet er basert på at betalinger og overføringer enten belastes et betalingskort, se kapittel 3.1.2 *Betalingskort*, eller bankkonto.

For å kunne være reelle alternativer til de mer tradisjonelle formene for betaling, slik som betaling med kontanter og betalingskort og overføringer i mobilbank, er det i de nye løsningene lagt stor vekt på brukervennlighet. Ved overføringer til en annen privatperson er det tilstrekkelig å kjenne mottakerens mobiltelefonnummer. Midlene blir umiddelbart tilgjengelige for mottakeren kun dersom mottaker har konto i DNB (ved bruk av Vipps) eller konto i Danske Bank (ved bruk av Mobile Pay). I andre tilfeller vil overføringen typisk ta én dag. Midlene båndlegges likevel fra det øyeblikket betaler godkjenner overføringen.

Ved betalinger på brukersted (i butikk eller på internett) oppretter brukeren først kontakt med brukerstedet enten via den tradisjonelle kortterminalen eller egne terminaler for mobilbetaling. En enkel manuell operasjon fra brukerens side (vanligvis ett sveip over mobilskjermen) godkjenner deretter betalingen.

Ved utgangen av 2016 var det 15,2 millioner utstedte betalingskort i Norge. Den vanligste typen er kombinasjonskort som består av BankAxept og et internasjonalt debetkort. Over halvparten av de utstedte betalingskortene er av denne typen, mens en tredjedel er internasjonale kredittkort. Den vanligste måten å betale med et betalingskort er at kortets chip leses av i en fysisk betalingsterminal og kortholderen taster inn sin personlige sikkerhetskode (PIN-kode).

Såkalte kontaktløse betalinger blir stadig mer vanlig. Til slike betalinger benyttes enten fysiske kort eller mobiltelefoner (med elektronisk lagrede kortdetaljer). Kommunikasjonen mellom betalingsterminalen og betalingskortet eller mobiltelefonen skjer ved bruk av trådløs teknologi. Betaling skjer ved at kortet/mobiltelefonen blir holdt nært betalingsterminalen. Brukeren trenger som regel ikke taste PIN-kode når beløpet

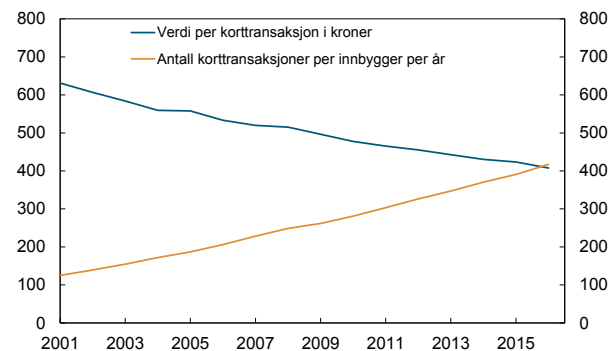
er innenfor gitte beløpsgrenser. Les mer i boks: **Betalinger med mobiltelefon.**

Betalingskort brukes også til avstandsbetalinger, i hovedsak ved varekjøp over internett. Brukeren legger da inn kortdetaljene sine og godkjenner betalingen i en online betalingsterminal direkte fra egen PC. Alternativt kan betalingsprosessen forenkles ved å bruke en såkalt digital lommebok, se boks: **Betalinger med mobiltelefon.**

Det finnes også bedrifter som utsteder kort for betalingsformål, som for eksempel enkelte dagligvarekjeder og bensinstasjonskjeder. Slike kort kan kun brukes hos utstederen og regnes derfor ikke som betalingskort. Betalinger med slike kort regnes heller ikke som betalinger.



**Figur 3.6** Antall korttransaksjoner per innbygger per år og verdi per korttransaksjon i kroner. 2001–2016



Kilde: Norges Bank

Antallet varekjøp med betalingskort har økt sterkt over tid. Til grunn for veksten ligger både at antallet betalinger totalt har økt (økt forbruk) og at kortbetalinger til dels har erstattet kontantbetalinger.

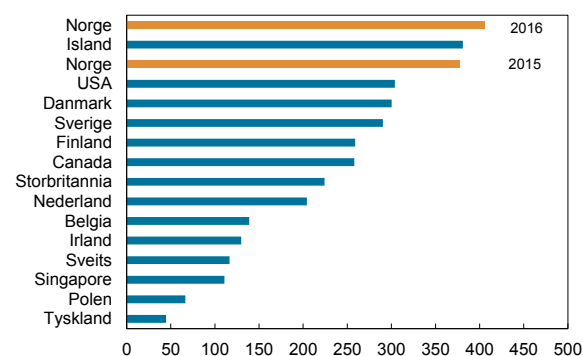
I 2016 ble det gjort knapt 2,2 milliarder transaksjoner med betalingskort (varekjøp og kontantuttak). I gjennomsnitt brukte hver innbygger betalingskort 417 ganger i 2016, se figur 3.6. Den gjennomsnittlige verdien på korttransaksjonene var 408 kroner.

Norge er blant de landene der folk bruker kort oftest for å betale for varer og tjenester, se figur 3.7. Bare Island lå høyere i 2015. I andre enden finner vi Tyskland, som er et av de industrilandene der kortbruken er lavest. I gjennomsnitt betaler hver tysker med betalingskort sjeldnere enn hver uke.

Det har vært sterk vekst i betalinger over internett de siste årene, se figur 3.8. I 2016 ble det gjort 173 millioner slike betalinger med norske betalingskort. Betalinger til utenlandske nettsteder utgjør rundt 60 prosent av internettbetalingene, mens 40 prosent går til nettsteder i Norge.

I 2016 var veksten spesielt sterk. Det skyldes både at tradisjonell internetthandel har økt og at det har vært sterk vekst i bruken av mobile betalingsløsninger. Betalinger med betalingskort gjennom en mobil betalingsløsning benytter per i dag internett, og ikke den tradisjonelle kortinfrastrukturen, for å gjennomføre

**Figur 3.7** Kortbetalinger per innbygger i utvalgte land. 2015 og 2016 (Norge)



Kilder: BIS, Den islandske sentralbanken, ESB og Norges Bank

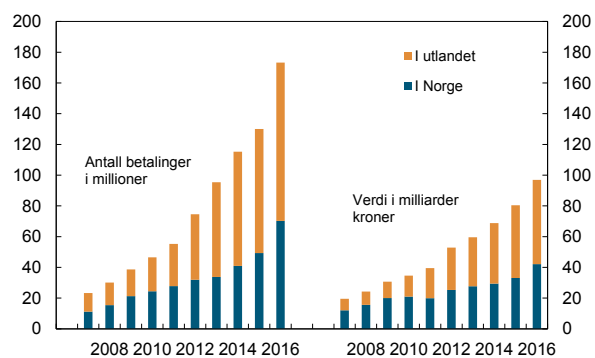
## BETALINGER MED RASKE OPPGJØR

I flere land har det de siste årene kommet løsninger for raske betalinger. Eksempler på slike land er Storbritannia (2008), Sverige (2012) og Danmark (2014). Løsningene i disse landene har to viktige fellestrekk. For det første når betalingene frem til mottaker sekunder etter at den er gjort. For det andre pådrar ikke banken seg kredittrisiko, selv om betalingene er umiddelbart tilgjengelige for kunden.

I Norge etablerte banknæringen en løsning for «Straksbetalinger» i 2012. Løsningen innebærer at bankene tar kredittrisiko ved å gjøre betalingene tilgjengelige for kundene umiddelbart, og er dermed ikke fullt ut tilfredsstillende. Banknæringen og Norges Bank har derfor startet et prosjekt for å få etablert en fullgod løsning innen utgangen av 2019. Frem til da vil bankene blant annet benytte løsningen som ble etablert i 2012, selv om den medfører kredittrisiko for bankene.

Se Norges Banks *Finansiell Infrastruktur 2017*, side 11 og 12 for en nærmere omtale av raske betalinger.

**Figur 3.8 Betalinger over internett med norske betalingskort. 2007-2016**



Kilder: BIS, Den islandske sentralbanken, ESB og Norges Bank

selve transaksjonen. Det er i første rekke mobilbetalinger mellom privatpersoner som har økt mye. Mobilbetalinger på fysiske brukersteder og på nett har ikke økt like mye.

Den samlede verdien av betalingene over internett var 97 milliarder kroner i 2016. Den gjennomsnittlige verdien av disse betalingene var 559 kroner. Internettbetalinger med betalingskort utgjorde i 2016 rundt 8 prosent av alle betalinger med norske betalingskort. Målt i verdi utgjorde betalingene 13 prosent av den totale verdien betalt med norske betalingskort.

### 3.1.3 Girobetalinger

Husholdninger bruker giro for å betale regninger og overføre penger til andre. Bedrifter bruker giro for å betale regninger og til utbetaling av månedlig lønn til sine ansatte.

## PSD2 OG FORMIDLINGSGEBYRFORSKRIFTEN

Det første betalingstjenestedirektivet (PSD) trådte i kraft i 2007 og er tatt inn i EØS-samarbeidet. Hovedformålet med direktivet er å legge til rette for sikre og effektive betalingstjenester i EU/EØS.

EU-kommisjonen foreslo et revidert direktiv (PSD2) i 2013. Dette var blant annet begrunnet i et behov for en mer harmonisert anvendelse i medlemstatene, samt å introdusere nye tjenester som kunne bidra til å realisere formålene i direktivet:

- Et mer integrert og effektivt marked for betalinger i EU
- Likere konkurransevilkår for tilbydere av betalingstjenester
- Gjøre betaling sikrere
- Beskytte forbrukere
- Lavere pris på betalinger

PSD2 legger til rette for to nye typer tjenester: betalingsinitiering og kontoinformasjon. En tilbyder av betalingsinitieringstjenester kan gjennom regulert tilgang til bankenes kontosystem gjennomføre en betaling fra konto til konto, typisk mellom en kunde og en butikk. I praksis er dette et alternativ til korttjenester. Kontoinformasjonstjenester gir kundene tilgang til informasjon på tvers av egne kontoer i ulike banker og land.

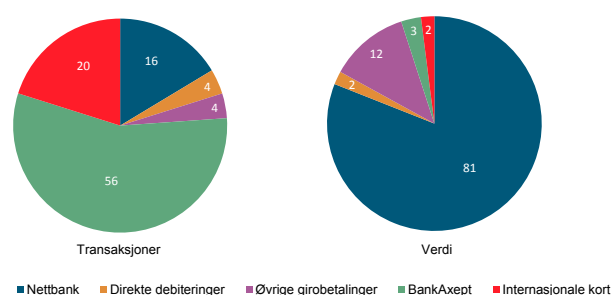
Formidlingsgebyrforskriften setter maksimalsatser for gebyret som utstederen av kortet kan belaste kortinnløseren (typisk butikkens bank), og er en del av regelverket som hører sammen med PSD2. Forskriften ble fastsatt i juni 2016 og implementerer EU-forordningen om formidlingsgebyr i Norge. Formålet er å øke konkurransen i betalingsmarkedet og redusere betalingskostnadene for forbrukerne. For debetkort er maksimalsatsen 0,2 prosent av kjøpesummen, mens den for kredittkort er 0,3 prosent av kjøpesummen. For en mer detaljert beskrivelse av strukturen og gebyrene for betalingskort, se *Finansiell Infrastruktur 2016*.

Ved girobetalinger overføres penger fra en konto til en annen. Et annet ord for girobetalinger er debet- og kreditoverføringer. Debetoverføringer er betalinger som er igangsatt av betalingsmottakeren, mens kreditoverføringer er betalinger som er igangsatt av betaleren. Betalinger som brukeren selv legger inn til forfall i nettbanken, er et eksempel på en kreditoverføring, mens AvtaleGiro er et eksempel på en debetoverføring. Dersom debetoverføringer kombineres med en faktura som er sendt elektronisk (e-faktura), blir betalingsprosessen helautomatisk for kunden. Både mottaker og betaler må ha avtale med banken sin for å gjennomføre direkte debitering.

Debet- og kreditoverføring brukes i hovedsak for avstandsbetalinger, altså betalinger der betaler og mottaker ikke møtes direkte. Enkelte brukerstedsbetalinger kan også gi opphav til girobetalinger. En betaling med et kredittkort vil for eksempel i første omgang regnes som en kortbetaling. Etter hvert vil imidlertid kunden få tilsendt en faktura eller regning som må betales. Sistnevnte betaling registreres som en debet- eller en kreditoverføring.

I 2016 var antallet kortbetalinger tre ganger høyere enn antallet girobetalinger, se figur 3.9. Den samlede verdien på girobetalingene er likevel langt høyere enn verdien på kortbetalingene. Mens en gjennomsnittlig korttransaksjon var 408 kroner i 2016, var en gjennomsnittlig nettbankbetaling fra et foretak rundt 60 000 kroner og fra en privatkunde rundt 5 500 kroner.

**Figur 3.9 Bruken av ulike betalingsinstrumenter som andel av totale transaksjoner og total verdi. Prosent. 2016**



Kilde: Norges Bank

De aller fleste girobetalingene fra personkunder er elektroniske. Figur 3.10 gir en oversikt over ulike girobetalinger. Papirbaserte og manuelle former for girobetalinger, som for eksempel brevgiro og telegiro, er nesten ikke i bruk lenger. Ordinære nettbankbetalinger er den klart vanligste formen for regningsbetaling blant personkunder. Bruken av ressursbesparende betalingsmåter som for eksempel AvtaleGiro vokser imidlertid sterkt. En slik giro betales automatisk på forfallstidspunktet, så lenge det er dekning på kontoen beløpet skal trekkes fra.

For mer informasjon om kunderettede betalings-tjenester, se «Kunderetta betalingsformidling 2016», Norges Bank Memo 2/2017.

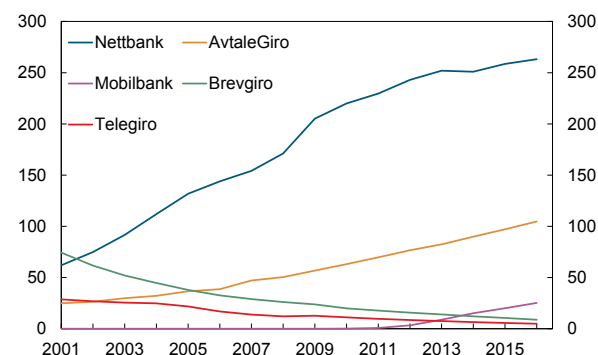
## 3.2 INTERBANKSYSTEMER

### 3.2.1 Norges Banks oppgjørssystem (NBO)

Norges Bank er den øverste oppgjørsbanken i det norske betalingssystemet. Alle betalinger som blir gjort i norske kroner, gjøres i siste instans opp mellom bankene i Norges Banks oppgjørssystem (NBO). Det gjelder både vanlige betalinger for husholdninger og bedrifter, store betalinger i finans- og valutamarkedene og betalinger som involverer offentlig sektor. Den gjennomsnittlige daglige omsetningen i NBO er om lag 220 milliarder kroner.

NBO benyttes også for å gjennomføre Norges Banks pengepolitikk. Les mer om gjennomføringen av penge-

**Figur 3.10 Debet- og kreditoverføringer fra personkunder. Millioner transaksjoner. 2001–2016**



Kilde: Norges Bank

## NORGES BANKS ARBEID MED ELEKTRONISKE SENTRALBANKPENGER TIL PUBLIKUM

I et effektivt betalingssystem skjer betalingene raskt og sikkert, til lavest mulig kostnader for samfunnet og tilpasset brukernes behov. Norges Bank vil undersøke hvordan effektiviteten i det norske betalingssystemet vil påvirkes av en nedgang i kontantbruken og om elektroniske sentralbankpenger kan tilføre ønskede egenskaper til fremtidens betalingssystem.

Kontantenes andel av publikums betalingsmidler blir stadig mindre, mens kontopengenes andel vokser. Kontopenger er fordringer på private banker. Elektroniske sentralbankpenger kan gi publikum et alternativ til kontanter. Elektroniske sentralbankpenger vil i likhet med kontanter være en fordring på sentralbanken.

Dersom Norges Bank velger å tilby elektroniske sentralbankpenger, er de ikke ment å erstatte eller utkonkurrere kontanter, men å utfylle dem. Norges Bank vil fortsette å tilby sedler og mynt så lenge samfunnet etterspør det.

Norges Bank vil utrede mulige tekniske løsninger for implementering av elektroniske sentralbankpenger. Både sentraliserte og desentraliserte løsninger vil bli vurdert. En sentralisert løsning kan for eksempel innebære at enkeltpersoner får muligheten til å åpne konto i sentralbanken, eller i et system kontrollert av Norges Bank. En annen mulig løsning er at sentralbanken utsteder et plastkort eller utvikler en applikasjon som folk kan betale med anonymt. Ulike løsninger kan kreve lovendring og behandling i Stortinget.

Norges Bank skal også undersøke hvilke konsekvenser en eventuell innføring av nye former for sentralbankpenger kan få for banksystemet, finansiell stabilitet og gjennomføringen av pengepolitikken.

Spørsmålet om elektroniske sentralbankpenger reiser flere komplekse problemstillinger. Litteraturen på feltet er i en tidlig fase. Det er sannsynlig at arbeidet vil pågå over flere år. Norges Bank vil i arbeidet legge vekt på kontakt med sentralbanker, academia og andre nasjonale og internasjonale aktører.

politikken i kapittel 1.1 *Pengemarkedet* og i boks: **Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten**, i kapittel 1.1.

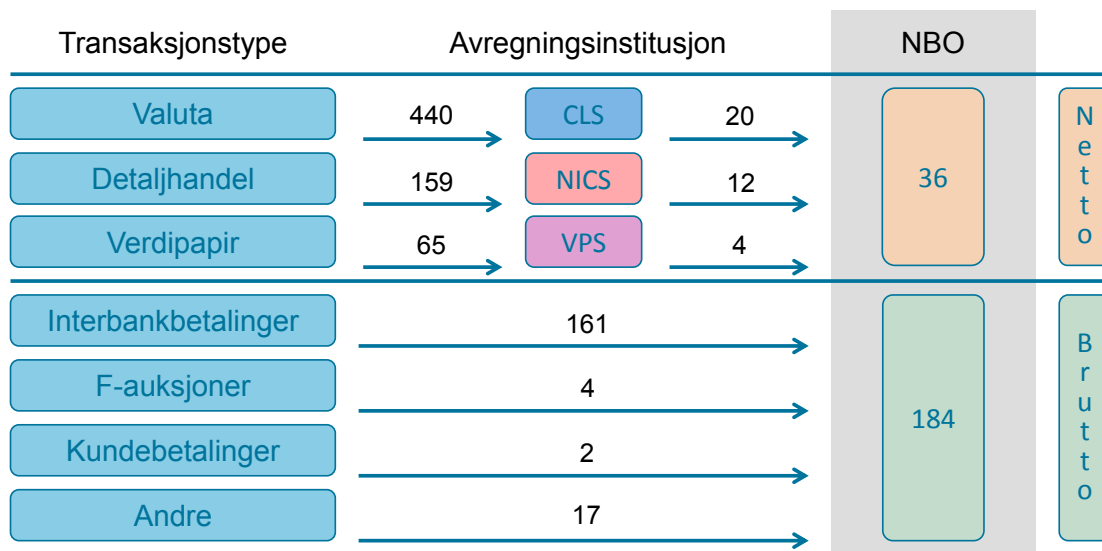
129 banker har konto i NBO, inkludert alle norske banker. Bankene kan delta direkte eller indirekte i de ulike oppgjørene i NBO. Direkte deltakelse betyr at en bank har konto i Norges Bank og sender transaksjoner direkte til oppgjør i NBO. Indirekte deltakelse betyr at en bank lar en annen bank gjennomføre oppgjøret for seg i NBO. Selv om alle norske banker har konto i NBO, er det bare et fåtall banker som gjør opp sine transaksjoner direkte i NBO. Det er i hovedsak de største norske bankene samt norske filialer av skandinaviske bankkonsern. Flertallet av norske

banker har et lite antall bruttotransaksjoner og deltar i nettooppgjørene gjennom en av de store bankene. Målt i beløp står transaksjonene som stammer fra de utenlandske bankene for en betydelig del av omsetningen i NBO.

Omsetningen i NBO fordeler seg på disse oppgjørene:

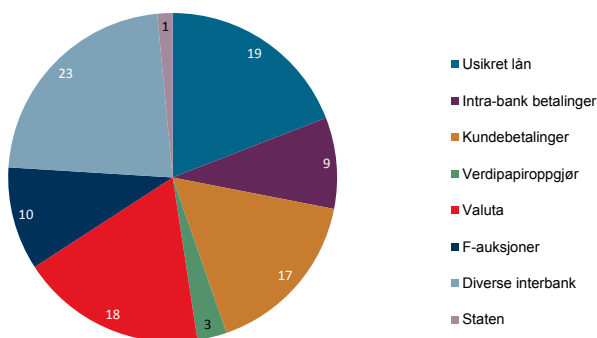
- Bruttooppgjøret (umiddelbart oppgjør av enkelttransaksjoner) står for vel 90 prosent av omsetningen i NBO, se figur 3.11. Her gjøres store finansmarkedstransaksjoner opp, gjerne knyttet til bankenes handel med valuta, likviditetsstyring og betalinger på vegne av kunder, se figur 3.12. Gjennomsnittlig størrelse på transaksjonene var vel 117 millioner kroner i 2016. Alle norske banker med

Figur 3.11 Brutto- og nettooppgjør. Milliarder kroner. Daglig gjennomsnitt. 2016



Kilder: NICS Operatørkontor, VPS, CLS Services og Norges Bank

Figur 3.12 Bruttooppgjør fordelt etter transaksjonstype. Prosent. August 2015



Kilder: NICS Operatørkontor, CLS og Norges Bank

konto i NBO kan delta direkte i bruttooppgjøret, men bare 10–15 banker deltar aktivt.

- NICS Netto er transaksjoner fra avregningssystemet NICS, se kapittel 3.2.2 *Avregningssentralen NICS*. I NICS Netto inngår i hovedsak vanlige kundebetalinger, men også enkelte finansmarkedstransaksjoner på under 25 millioner kroner.

- Verdipapiroppjøret er oppgjøret av verdipapirhandler. Her inngår betalinger mellom banker for handler i verdipapiroppjøret. Oppgjøret av selve verdipapirene skjer i VPS, se kapittel 3.3 *Verdipapiroppjøret (VPO)*. Deltakere i VPO som ikke har konto i Norges Bank, gjør opp betalingen av verdipapiroppjøret gjennom en bank (likviditetsbank).
- Oppgjøret av låneordningen for verdipapiroppjøret. Låneordning tilbys deltakere som mangler verdipapirer til oppjøret. SIX x-clear, en sentral motpart med hovedsete i Sveits og med filial i Norge, er motpart for alle betalinger i ordningen.
- Derivatoppjøret. Deltakere i oppjøret er sentrale motparter og enkelte store banker. I oppjøret inngår blant annet betalinger knyttet til opsjonspremier, gebyrer og renter.

Norges Bank krever at bankene har dekning for posisjonene de skal gjøre opp i NBO. En bank kan ha dekning i form av innskudd eller låneadgang i Norges Bank. Banker får låneadgang ved å pantsette verdipapirer registrert i et verdipapirregister til fordel for Norges Bank. Bankene har gjennomgående høyere

låneadgang enn de har behov for i betalingsoppgjørene.

Norges Bank har i samarbeid med Sveriges Riksbank og Danmarks Nationalbank utviklet «Scandinavian Cash Pool», som skal lette likviditetsstyringen for banker som deltar i oppgjørene i flere eller alle de skandinaviske sentralbankene. Gjennom «Scandinavian Cash Pool» kan bankene benytte innskudd i én av sentralbankene som sikkerhet for lån i en annen.

### 3.2.2 Avregningsentralen NICS

NICS er bankenes felles system for mottak og avregning av betalingstransaksjoner. Nesten alle betalingstransaksjoner i Norge blir sendt til NICS for avregning før de blir videreformidlet til oppgjør i NBO. De små betalingene, for eksempel kort- og girobetalinger, blir avregnet mot hverandre, slik at hver bank får én samlet gjelds- eller fordringsposisjon mot de andre deltakerbankene. Avregningen gjøres av NICS, og sendes deretter til NBO for oppgjør (nettooppgjør) fem ganger hver dag, henholdsvis: 05:30, 09:30, 11:00, 13:30 og 15:30.

Alle bankene er direkte deltakere i NICS. I nettooppgjøret i Norges Bank kan bankene delta direkte (nivå 1-banker) eller indirekte (nivå 2-banker). Etter at avregningen er gjort i NICS, tar nivå 1-bankene som er oppgjørsbanker for nivå 2-bankene over disse bankenes posisjoner i oppgjøret i Norges Bank. Posisjonene blir slått sammen med posisjonen oppgjørsbanken har selv, slik at oppgjørsbanken bare har én posisjon i nettooppgjøret. Når oppgjøret er gjort i NBO, blir nivå 2-bankens konto i oppgjørsbanken belastet eller godskrevet. Ved begynnelsen av 2017 deltok 21 banker direkte i nettoppgjøret i NBO, mens 106 banker deltok indirekte. Den største private oppgjørsbanken er DNB ASA, som gjør opp på vegne av 94 banker. SpareBank 1 SMN er oppgjørsbank for 11 banker, mens Danske Bank gjør opp for én bank.

Betalinger som avregnes i NICS, er i hovedsak under 25 millioner kroner. Større betalinger, eller betalinger som er særskilt merket, sendes til NBO for bruttooppgjør, enten direkte til Norges Bank eller via NICS.

NICS Operatørkontor har konsesjon fra Norges Bank til å være operatør av interbanksystemet NICS. Norges Bank fører tilsyn med NICS Operatørkontor.

### «HERSTATT-RISIKO»

En mye omtalt begivenhet, som hadde betydelige konsekvenser i valutamarkedet, er problemene i den tyske banken Bankhaus Herstatt. Banken måtte innstille virksomheten i juni 1974. Dette skjedde om ettermiddagen lokal tid, etter stengning av det tyske oppgjørssystemet, men før tilsvarende oppgjørsavslutning i USA. Mange av bankens kunder, som ønsket å veksle tyske mark om til dollar, hadde da allerede sendt tyske mark til Herstatt og ventet å motta dollar senere på dagen i New York. Herstats korrespondentbank i New York stoppet imidlertid alle utgående betalinger på vegne av Herstatt da det ble kjent at banken var insolvent og hadde innstilt virksomheten. Flere av disse kundene ble sittende med betydelige eksponeringer mot Herstatt, og noen fikk aldri innfridd sine krav. Herstatt-risiko har etter dette blitt en vanlig betegnelse på valutaoppgjørslisiko.

NICS Operatørkontor har utkontraktert driften til Nets Norge Infrastruktur AS, som er et selskap i Nets-konsernet. Selv om driften av NICS er utkontraktert, er det NICS Operatørkontor som har ansvaret for driften.

Norges Bank har under behandling (sommeren 2017) en søknad om overføring av operatøransvaret for NICS fra NICS Operatørkontor til Bits AS (Bits). Norges Bank har varslet at det trolig vil bli gitt tillatelse til en slik overføring, og at det samtidig vil foretas en tilpassning av vilkårene for konsesjonen.

### 3.2.3 Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS

Opgjør av valutahandel innebærer en risiko for at motparten ikke greier å oppfylle sin del av avtalen. Risikoen knyttet til slik oppgjørslisiko blir ofte omtalt som «Herstatt-risiko» etter at den tyske banken Bankhaus Herstatt i 1974 gikk konkurs på grunn av dette. Les mer om dette i «*Bank Failures in Mature Economies*», BCBS Working Papers No 13 April 2004 og i boks: «Herstatt-risiko».



For å redusere risikoen i valutaoppgjøret ble CLS («Continuous Linked Settlements») opprettet i 2002. Oppgjør i CLS innebærer betaling-mot-betaling, noe som betyr at bankene er sikret ikke å levere fra seg en del av handelen uten å motta den andre delen. Kredittrisikoen i valutaoppgjøret er dermed kraftig redusert, og bankene har bare kredittrisiko mot CLS. CLS er eid av bankene som deltar i oppgjørssystemet. CLS foretar i dag oppgjør i 17 forskjellige valutaer på tvers av landegrensene. I tillegg til norske kroner gjøres amerikanske dollar, canadiske dollar, britiske pund, euro, svenske kroner, danske kroner, sveitsiske franc, australske dollar, new zealandske dollar, singaporske dollar, hongkong dollar, japanske yen, koreanske won, mexikanske pesos, israelske shekel, ungarske forinter og sør-afrikanske rand opp i CLS.

CLS er lokalisert i New York og er underlagt tilsyn av den amerikanske sentralbanken Federal Reserve. Norges Bank og de andre sentralbankene for valutaene som gjøres opp i CLS deltar i en overvåkingsgruppe ledet av Federal Reserve. CLS er organisert som et aksjeselskap og eies av bankene som er oppgjørsmedlemmer.

Deltakelse i CLS kan skje enten direkte (som oppgjørsmedlem) eller indirekte (som tredjepart). Oppgjørsmedlemmene gjør selv alle inn- og utbetalinger, mens tredjeparter deltar gjennom et oppgjørsmedlem. Alle inn- og utbetalinger skjer fra bankenes sentralbankkonto i den relevante valutaen til CLS sin konto i sentralbanken. Selve oppgjøret i CLS skjer brutto (betaling for betaling), men bankene betaler inn et nettobeløp som CLS beregner for hver valuta. DNB er det eneste norske oppgjørsmedlemmet.

Dersom et oppgjørsmedlem ikke har konto i en sentralbank, må medlemmet betale inn og ut via en annen bank med konto i sentralbanken, en såkalt korrespondentbank. For norske kroner er det fire korrespondentbanker: DNB, Nordea, SEB og Danske Bank. Korrespondentbankene betaler inn og tar i mot norske kroner i NBO på vegne av deltakerbankene sine. Handelsbanken betaler inn og tar i mot sine egne betalinger i norske kroner. Det er totalt 65 oppgjørsmedlemmer i CLS. Alle inn- og utbetalinger i norske kroner til og fra kontoen CLS har i Norges Bank skjer gjennom de fire korrespondentbankene og Handelsbanken. Les mer på *CLS' hjemmesider*.

### 3.3 VERDIPAPIROPPGJØRET (VPO)

Verdipapiroppgjøret (VPO) omfatter oppgjør av penger og finansielle instrumenter. Eierskapet til norske finansielle instrumenter er registrert elektronisk på kontoer i et register som eies og drives av Verdipapirsentralen ASA (VPS). Samlet markedsverdi av verdipapirer registrert i VPS er i dag i overkant av 5 100 milliarder kroner. Ved salg av et verdipapir «flyttes papiret» fra selgers konto til kjøpers konto i registeret til VPS, mens pengeoppgjøret skjer i Norges Bank. VPO blir gjennomført to ganger per dag (om morgenen og om formiddagen). Daglig brutto omsetning i verdipapiroppgjøret i VPS var nesten 62,5 milliarder kroner i 2016, mens daglig netto oppgjørsverdi i Norges Bank var om lag 3,6 milliarder. VPS eies av Oslo Børs VPS Holding ASA. Les mer i boks: **Verdipapirregister**.

#### VERDIPAPIRREGISTER

Et viktig ledd i et effektivt og sikkert system for omsetning av verdipapirer er et dokumentløst verdipapirregister. I verdipapirregisteret registreres viktig informasjon om verdipapiret, f.eks. hvem som er eier eller om det er pantsatt. En verdipapirhandel er ikke fullført (fått rettsvern) før endringen i eierskap er registrert i registeret. Alle finansielle instrumenter kan innføres i et verdipapirregister. Verdipapirsentralen (VPS) driver det eneste norske verdipapirregisteret, men lov om registrering av finansielle instrumenter, *Verdipapirregisterloven* fra 2003, åpnet for at nye aktører kan etablere seg. Når ny europeisk regulering (CSDR) innføres i Norge, se boks: **Ny europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater**, skal VPS søke om CSDR- autorisasjon som vil erstatte dagens norske konsesjon, se vedlegg 1.

Hovedregelen i Norge er at finansielle instrumenter blir registrert i verdipapirregisteret i investors navn. I visse tilfeller tillates også forvalterregistrering, det vil si at den reelle eierens navn ikke fremkommer i verdipapirregistret, bare forvalterens. Forvalterregistrering av aksjer tillates ikke for norske investorer for investeringer i norske aksjer.

Tradisjonelt har hvert land hatt egne løsninger for handel og oppgjør av verdipapirer. De siste årene har imidlertid EU arbeidet for økt integrasjon av de europeiske verdipapirmarkedene. En slik utvikling er fremmet både gjennom standardisering av lovgivningen i europeiske land, og av at ESB/Eurosystemet gjennom TARGET2 og TARGET2-Securities (T2S) har etablert systemer for betalinger og oppgjør av verdipapirhandler over landegrensene. Les mer i boks: **TARGET2-Securities (T2S)**.

### 3.3.1 Hvordan inngås handelen?

Finansielle instrumenter handles både på regulerte markedsplasser (typisk børs) og uregulerte markedsplasser, se også boks: **Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC** i kapittel 1.

En investor som ønsker å kjøpe eller selge en aksje på en regulert markedsplass, må inngå et kunde-forhold med et verdipapirforetak (megler). Handelen initieres ved at kunden gir meglere beskjed om å legge inn en ordre i handelssystemet til markedsplassen og spesifisere hvilke verdipapirer som ønskes kjøpt eller solgt og ønsket volum og pris. På markedsplassen kobles kjøps- og salgsordrene, og handler

blir inngått fortløpende så snart en kjøps- og salgsordre stemmer overens når det gjelder pris, volum og eventuelle andre betingelser. Handelen gjøres normalt opp to dager etter at den er inngått.

Investorene i obligasjonsmarkedet er normalt store aktører som banker og forsikringsselskap. Disse inngår vanligvis handler bilateralt utenom markedsplass (OTC). I handelen avtales volum, pris, oppgjørsdag og eventuelt andre betingelser. Kjøper og selger (eventuelt deres meglere) sender informasjon om handelen til VPS som «matcher» opplysningene fra de to partene. Som for aksjer blir handelen normalt gjort opp to dager etter at den er inngått.

### 3.3.2 Hvordan gjennomføres verdipapiroppjøret

Verdipapiroppjøret (VPO) omfatter oppgjør av penger og verdipapirer. Pengeoppjøret skjer i Norges Bank, og bokføringen av eierskapet til verdipapirene skjer i VPS.

Nærmere 40 aktører deltar direkte på papirsiden i VPO. Det er verdipapiravdelingene til store norske banker, filialer av utenlandske banker, enkelte norske

## TARGET2-SECURITIES (T2S)

Arbeidet med å skape et indre marked for finansielle tjenester er blitt styrket ved at det i regi av Den Europeiske Sentralbanken (ESB) er utviklet infrastruktur for betalinger og oppgjør av verdipapirhandler på tvers av landegrensene. Det første eksempelet på dette var TARGET, som er et betalingssystem for bruttobetalinger i euro der alle eurolandene er med. TARGET ble etablert i 1999, og en ny generasjon av TARGET ble tatt i bruk i 2007 (TARGET2). Det andre eksempelet er TARGET2-Securities (T2S), som legger til rette for oppgjør av verdipapirhandler over landegrensene.

T2S brukes i dag av 18 verdipapirregistre og fire nye verdipapirregistre skal knytte seg til i september 2017. Alle disse har oppgjør i euro. Danske kroner vil etter planen bli gjort opp i T2S fra høsten 2018. Norges Bank og VPS kan bli med på et senere tidspunkt, hvis det er tilstrekkelig interesse for dette blant markedsaktørene og Norges Bank får en tilfredsstillende avtale med ESB.

Med T2S vil bankene fremdeles ha verdipapirkontoer i verdipapirregistre og pengekontoer i sentralbankene, men kontoene til sentralbankene og verdipapirregistre som deltar i T2S, knyttes sammen. Oppjøret på verdipapirkonto og sentralbankkonto skjer transaksjon for transaksjon ved at verdipapirer og penger flyttes samtidig. Dersom verdipapirregistrene velger å åpne kontoer mot hverandre, vil to banker kunne gjøre opp verdipapirhandler direkte med hverandre, selv om de ikke deltar i samme verdipapirregister.

meglerhus og sentrale motparter. Vel halvparten av de direkte deltakerne på verdipapirsiden deltar også direkte i pengeoppgjøret i Norges Bank. Deltakerne i Norges Bank er banker og sentrale motparter. Private investorer og enkelte utenlandske banker deltar i VPO gjennom en av de direkte deltakerne.

Prosesen før oppgjøret er forskjellig for aksjer og rentepapirer. Handel med aksjer meldes til en sentral motpart, se kapittel 3.4 *Sentrale motparter*. De sentrale motpartene avregner penge- og aksjeoposisjonene, og sender disse til VPS. Handel med rentepapirer sendes direkte til VPS fra verdipapirforetakene. VPS kontrollerer at opplysningene for kjøp og salg stemmer overens når det gjelder pris, volum og andre betingelser («matching»)<sup>4</sup>.

VPO er et multilateralt nettooppgjør som gjennomføres på følgende måte: Først sender VPS avregningen til Norges Bank som gjennomfører pengedelen av oppgjøret. Deretter sender Norges Bank en melding til VPS, som bokfører verdipapirtransaksjonene på deltakernes verdipapirkontoer. Løsningen sikrer at verdipapirer bare kan skifte eier hvis kjøperen har betalt for seg og selger har levert (levering mot betaling). Sentrale motparter deltar i verdipapiroppgjøret, men har som regel en posisjon nær null. Det skyldes

4) Avregning innebærer at det blir beregnet en nettoposisjon for hver bank, på bakgrunn av de avtalte verdipapirtransaksjonene.

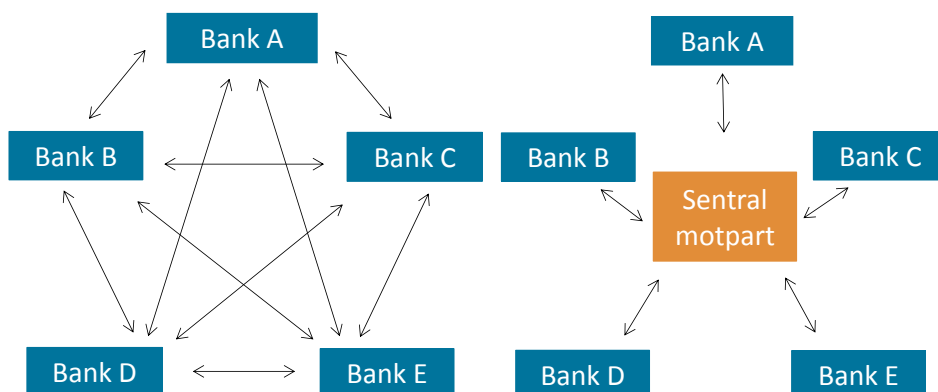
at de sentrale motpartene er selger for kjøper og kjøper for selger.

Etter at oppgjøret mellom verdipapirforetakene og bankene er fullført, blir investorer (og andre indirekte deltakere i oppgjøret) godskrevet eller belastet. På pengesiden betyr det at verdipapirforetakene overfører pengene til investorer som har solgt verdipapirer, og belaster investorer som har kjøpt verdipapirer. Det kan også gjøres før oppgjøret. På verdipapirsiden skilles det mellom investorer som har konto direkte i VPS og de som har konto i en bank (forvalterregistrering). I det første tilfellet (som er hovedregelen) skjer føringen for investorene direkte i VPS. I det andre tilfellet skjer det på investors konto i banken, se boks: **Verdipapirregister** i kapittel 3.3. Det var omtrent 1,2 millioner VPS-kontoer ved utgangen av 2016.

### 3.4 SENTRALE MOTPARTER

En sentral motpart trer inn i en handel mellom kjøper og selger, og blir motpart for begge parter. Den opprinnelige kontrakten erstattes av to nye: en mellom kjøper og den sentrale motparten, og en mellom selger og den sentrale motparten. Den sentrale motparten garanterer for oppfyllelse av handler den trer inn i («clearing») og sørger for inn- og utbetaling av eventuelle marginkrav. Partene i handelen vil ikke lenger ha risiko mot hverandre, men mot den sentrale motparten, se figur 3.13.

Figur 3.13 Sentrale motparter



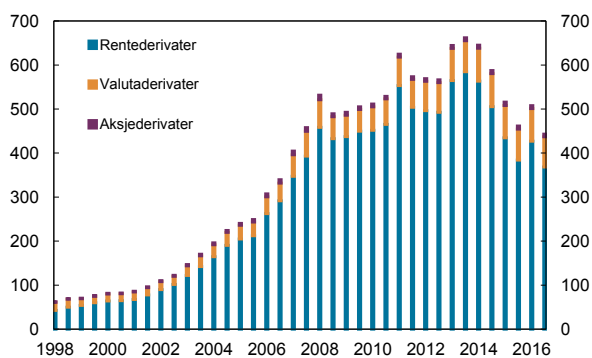
### 3.4.1 Bruken av sentrale motparter

Den internasjonale finanskrisen i 2008 viste at bilaterale handel med derivater (OTC-derivater) ikke var tilstrekkelig sikret med marginer. I tillegg hadde myndighetene liten oversikt over eksponeringene mellom aktørene i markedet. I lys av erfaringene fra finanskrisen ble lederne i G20-landene enige om å styrke reguleringen av derivatmarkedene. Et viktig tiltak var at OTC-derivater i større grad skal gjøres opp gjennom sentrale motparter. Det følges opp i USA gjennom den såkalte «Dodd-Frank Act» og i Europa gjennom EMIR-reguleringen, se boks: **Ny europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater.**

Når EMIR implementeres i Norge, vil det bli clearingplikt for norske banker på standardiserte rentederivater. Rentederivater er de klart mest handlede derivatene, se figur 3.14.

I dag gjør de norske bankene opp rentederivater både bilateralt og gjennom den britiske sentrale motparten SwapClear, som er en del av LCH. Bankene benytter rentederivater i forbindelse med obligasjonsfinansiering i valuta, se boks: **Norske banker og kredittoforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet** i kapittel 1.2. DNB Bank ASA deltar direkte i SwapClear sammen med flere andre nordiske banker. Norske banker benytter sentrale motparter ved oppgjør av OTC-derivater fordi handelsmotpartene krever det. Bilateralt oppgjør av handel i finansielle instrumenter gir

**Figur 3.14 Markedet for OTC-derivater globalt. Pålydende utestående beløp. 1000 milliarder USD. 30. juni 1998–31. desember 2016**



Kilde: BIS

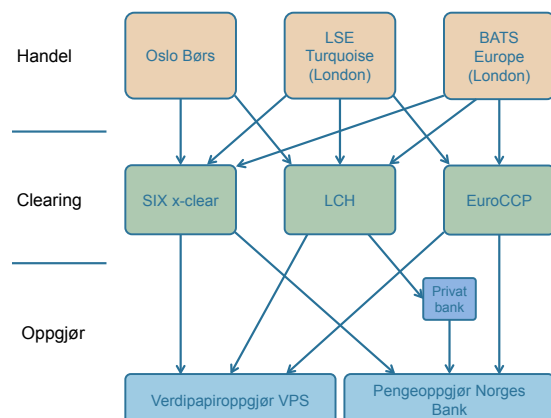
også bankene høyere kapitalkrav enn oppgjør gjennom sentral motpart som er godkjent etter EMIR.

Opgjør gjennom sentral motpart har også økt fordi mange markedsplasser har innført krav om dette. Derivater handlet på Oslo Børs har vært gjort opp gjennom sentral motpart siden 2006. Clearing av aksjer har vært obligatorisk på Oslo Børs fra 2010. Kravet om clearing på Oslo Børs kom i hovedsak fordi utenlandske aktører ønsket at det skulle legges til rette for anonymisert handel. Norske aksjer handles også på andre markedsplasser, se figur 3.15. Flere sentrale motparter er aktive på en eller flere markedsplasser. Det fører til at de får posisjoner som må gjøres opp i det norske verdipapiroppgjøret, og de sentrale motpartene deltar derfor i pengeoppjøret i Norges Bank, enten direkte eller gjennom en annen bank.

### 3.4.2 Sentrale motparter og finansiell stabilitet

En sentral motpart har i utgangspunktet en balansert posisjon. Eventuelle svingninger i kursene på aksjene eller derivatene den gjør opp fører dermed ikke til risiko for tap for den sentrale motparten. Sentrale motparter er likevel utsatt for en betinget markedsrisiko. Dersom en av partene ikke innfrir sin del av handelen, vil posisjonen til den sentrale motparten ikke lenger være balansert. Oppstår en slik situasjon, er den sentrale motparten forpliktet til å innfri handelen

**Figur 3.15 Handel, clearing og oppgjør av aksjer i norske kroner**



Kilde: Norges Bank

## NY EUROPEISK LOVGIVNING FOR VERDIPAPIRER OG DERIVATER

EU arbeider for å skape et indre verdipapirmarked i EU med mer effektiv konkurranse og større gjennomslutning for handel med verdipapirer og derivater. For å oppnå dette har EU de siste årene kommet med flere direktiver og forordninger for handel og oppgjør av finansielle instrumenter. Viktige eksempler på dette er «Markets in Financial Instruments Directive I og II» (MiFID I og II), «European Market Infrastructure Regulation» (EMIR) og «Central Securities Depositories Regulation» (CSDR).

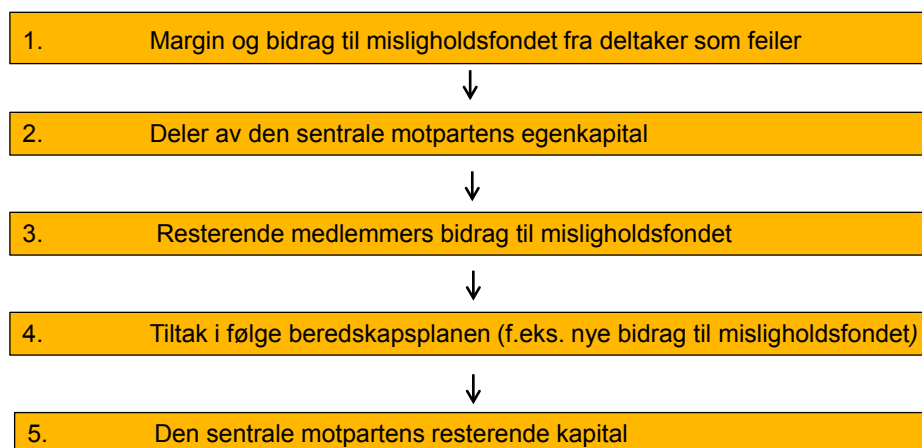
- MiFID I regulerer det som skjer før en handel inngås, og skal bidra til bedre beskyttelse av investorer. Det settes for eksempel krav til informasjonen som skal gis kundene og begrensninger på hvilke typer produkter ulike typer kunder kan investere i. Direktivet stiller også krav om at beste kjøps- og salgsordre skal gjøres tilgjengelig før en handel, og at pris, volum og tidspunkt for handelen skal offentliggjøres i ettertid.
- MiFID II er en videreutvikling av MiFID I for å svare på enkelte utviklingstrekk i markedet. MiFID II har for eksempel innført krav til aktørene som skal begrense risikoen for ustabilitet og markedsmanipulasjon ved såkalt høyfrekvent handel gjennom dataprogrammer («high frequency trading», eller bare HFT). Aktørene må blant annet utforme sine handelsmodeller, som er basert på matematiske algoritmer, slik at de er robuste overfor ulike markedsforhold. De må også gi tilsynsmyndigheten detaljert informasjon om algoritmene de bruker.
- EMIR stiller krav om at egnede OTC-derivater skal gjøres opp i en sentral motpart, og at alle handler med derivater skal meldes til et transaksjonsregister. Kravet til oppgjør i sentral motpart gjelder for finansielle selskaper som handler derivater på uregulerte markedsplasser. Selskap utenfor finansiell sektor må benytte sentral motpart ved handel med OTC-derivater utover et visst volum.
- CSDR (Central Securities Depository Regulation) standardiserer lovverket for verdipapirregister og skal gi økt konkurranse mellom registre i ulike land. Forordningen legger til rette for lenker (sammenknyttinger) mellom registre. Investorer og utstedere vil dermed kunne velge i hvilket register et verdipapir skal være registrert, gitt at dette ikke strider mot nasjonal lovgivning. Harmonisering av regelverket i ulike land er en forutsetning for effektive grensekryssende oppgjør på T2S-plattformen.

Et fellestrekk ved lovgivningen er at tilbydere av finansielle infrastrukturtenester (sentrale motparter, verdipapirregistre, transaksjonsregistre og tilbydere av investeringstjenester) som har godkjenning i ett EU-land, kan drive virksomheten i hele EU/EØS (såkalt «single passport»). Aktører utenfor EU kan søke «European Securities and Market Authority» (ESMA) om såkalt tredjelandsanerkjennelse. Tilbydere som får en EU-godkjenning (enten direkte eller som tredjeland), blir underlagt felles europeisk tilsyn og overvåking, hvor blant annet ESMA deltar.

mot parten som ikke har feilet. Den sentrale motparten gjør dette ved å lukke posisjonen, det vil si at den inngår en ny avtale om kjøp eller salg av en motsatt posisjon. For å begrense risikoen vil den sentrale motparten prøve å lukke posisjonen raskt etter at en deltaker har feilet.

Som sikkerhet for risikoen de påtar seg, krever sentrale motparter inn marginer og bidrag til et misligholdsfond. Tap som oppstår om en deltaker ikke innfrir forpliktelsene skal dekkes av marginene og bidragene til misligholdsfondet som er betalt inn av deltakeren som feiler. Hvis tapene overstiger dette, må de dekkes av egenkapitalen til den sentrale

Figur 3.16 Eksempel på en sentral motparts finansielle forsvarsverk



motparten. Deretter skal eventuelle tap dekkes av bidragene de andre deltakerne har betalt inn til misligholdsfondet, se figur 3.16.

De fleste direkte deltakerne i en sentral motpart er store banker. Dersom en sentral motpart får så store tap at den må bruke hele misligholdsfondet til å lukke posisjonen, kan deltakerne (også norske banker) bli bedt om å betale inn mer til misligholdsfondet. Hvor store slike bidrag kan bli, følger av avtalene de sentrale motpartene har med deltakerne. Både overvåkings- og tilsynsmyndigheter og bankene må sørge for å ha god oversikt over eksponeringene mot sentrale motparter og hvilke bidrag bankene kan bli bedt om i en krise.

### 3.4.3 Sentrale motparter og systemrisiko

Sentrale motparter skal ha klare og forhåndsdefinerte prosedyrer for hvordan mislighold fra en deltaker skal håndteres. Sammen med krav til marginer og misligholdsfond bidrar det til lavere sannsynlighet for at problemer skal oppstå enn ved bilateralt oppgjør. Samtidig har kravene om bruk av sentral motpart ført til at eksponeringene til markedsaktørene er blitt konsentrert til et lite antall sentrale motparter. Konsentrasjonen er særlig stor ved oppgjør av OTC-rentederivater. Av alle OTC-rentebytteavtaler som gjøres opp gjennom en sentral motpart, er over 95 prosent i LCH. Les mer på *LCHs hjemmeside*.

Sentrale motparter opererer ofte i flere land. For å sikre at sentrale motparter tar tilstrekkelig hensyn til risikoene, har myndighetene etablert detaljert oppfølging og utstrakt samarbeid over landegrensene. Norske myndigheter deltar i tilsyns- og overvåkingsgrupper (colleger) for flere sentrale motparter som er aktive i det norske verdipapirmarkedet.



# Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markedsplasser

I finansmarkedene blir sparing kanalisert til investeringer, og risiko fordelt etter aktørenes vilje til å bære den. Dessuten produserer mange markeder priser som blir gjort kjent og dermed fungerer som viktige informasjonsbærere. Disse oppgavene kan ikke oppfylles på en god måte uten at deltakerne har tillit til hele finansmarkedets virkemåte. En verdipapirhandel krever tillit til at eiendomsretten til papirene er uomtvistelig, at informasjonen i markedet er lik for alle og at partene opptrer ærlig. Dersom deltakerne ikke har denne tilliten, vil det bety at verdipapirhandel er forbundet med risiko ut over risikoen i det enkelte verdipapir. Det vil gjøre det dyrere for foretak å hente inn kapital i verdipapirmarkedet.

Ulike mangler ved et marked kan gi grunnlag for tillitsvikt. For eksempel kan skjevfordelt informasjon (såkalt asymmetrisk informasjon) gi mulighet for ulovlig innsidehandel og kursmanipulasjon. Det er en oppgave for myndighetene å bidra til å beskytte investorene mot dette. Arbeid med å redusere risikoen forbundet med aktiviteter i finansmarkedene foregår på ulike områder, blant annet gjennom regulering og tilsyn. *Verdipapirhandelloven* regulerer selve handelen med finansielle instrumenter og stiller krav til deltakerne. Loven regulerer også mellommannsfunksjonen og stiller krav til sikkerhet og upartiskhet i dette leddet av handelen. «Lov om regulerte markeder» (børsloven) og *verdipapirregisterloven* regulerer infrastrukturen i verdipapirmarkedet. I markeder hvor forbrukere (ikke-profesjonelle investorer) deltar, er forbrukeropplysning og -beskyttelse sentrale formål i reguleringen.

For at alle investorer i norske verdipapirer som handles på regulerte markeder skal ha mest mulig lik informasjon, inneholder verdipapirhandelloven bestemmelser om:

- Løpende og periodisk informasjonsplikt.
- Meldeplikt ved kjøp og salg av aksjer for de som har nær tilknytning til et selskap og derfor har spesiell kunnskap om dets økonomiske stilling (primærinsidere).
- Flaggeplikt for storaksjonærer når deres eierandel passerer, både opp og ned, nærmere angitte grenser. For eierandeler opp til 25 prosent er det eksempelvis flaggeplikt for hver femte prosentenhet.

- Krav om omfattende offentlig informasjon ved opptak til notering eller ved tilbud om tegning av aksjer eller opptak av verdipapirlån på regulert marked.

Finanstilsynet har tilsyn med at lovene og informasjonskravene etterleves. Les mer på *Finanstilsynets hjemmesider om prospekter*.

Gjennom EØS-avtalen deltar Norge i EUs indre marked for finansielle tjenester. Den norske lovgivningen følger derfor EUs lovgivning. EUs direktiv om markeder for finansielle instrumenter («*Markets in Financial Instruments Directive*» (MiFID)) fastsetter blant annet krav til verdipapirforetakenes organisering og deres utøvelse av virksomhet, krav om tillatelse for regulerte markeder, rapporteringsforpliktelser for å forhindre markedsmissbruk, opplysningsplikt om handel i aksjer og bestemmelser om opptak av finansielle instrumenter til handel på regulerte markeder. Direktivet er gjennomført i verdipapirhandelloven og børsloven.

Gjennom de siste tiårene har ulike former for derivater, se boks: **Derivater** i kapittel 1.1, blitt en stadig viktigere del av finansmarkedene. Mye av derivathandelen har vært uregulert eller lite regulert. Finanskrisen viste at når markedsdeltakerne har dårlig oversikt over risikoen ved gitte finansielle instrumenter og dessuten mangler oversikt over hvem som eier hvilke instrumenter, kan dette føre til at markedsdeltakerne mister tilliten til hverandre. I etterkant av finanskrisen har dette ført til mer regulering av derivatmarkedene, blant annet clearingplikt på visse standard rentederivater. I EU er det «*European Market Infrastructure Regulation*» (EMIR), som regulerer OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre. Denne reguleringen er ennå ikke tatt inn i norsk lovgivning.<sup>1</sup>

CSDR (Central Securities Depository Regulation) standardiserer lovverket for verdipapirregister og skal gi økt konkurranse mellom verdipapirregistre i ulike land, se Norges Bank rapport om Finansiell Infrastruktur (2017), side 20–21. Denne reguleringen er ennå ikke tatt inn i norsk lovgivning.<sup>2</sup>

1) EMIR vil trolig bli tatt inn i norsk rett i 2. kvartal 2017.

2) Når CSDR er innført i Norge, må VPS søke norske myndigheter om CSDR-autorisasjon.

Valuta- og pengemarkedet har vært sett på som markeder som fungerer bra med svært lite spesifikk offentlig regulering. En viktig forutsetning for at selvregulering skal fungere, er effektive markeder og profesjonelle aktører. I disse markedene ivaretas tilliten i stor grad ved aktørenes selvregulering og ved at aktørene (det vil her si banker og andre finansinstitusjoner) er regulert. Men, det har de siste årene vært flere eksempler på misbruk av informasjon og forsøk på manipulasjon av viktige priser i flere uregulerte markeder. Det er derfor tatt flere initiativ for å regulere aktiviteter og markedsaktører som tidligere ikke har vært regulert.

# Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene

Hvor mye tap en bank kan tåle avhenger av hvor mye risikobærende kapital, også kalt ansvarlig kapital, banken har i forhold til eiendelene. Risikobærende kapital er i hovedsak egenkapital, men kan også være ulike typer ansvarlige lån. Kapitalkrav er blant de eldste og viktigste krav myndigheter stiller til bankene. Problemer i banker kan smitte over landegrensene. For å bidra til et mer robust banksystem globalt, samt for å legge til rette for like konkurransevilkår mellom banker i ulike land, har man internasjonalt i flere tiår forsøkt å få på plass et felles regelverk for bankenes kapitaldekning.

## DET INTERNASJONALE BASEL-REGELVERKET

Baselkomiteen for banktilsyn («*Basel Committee on Bank Supervision*») (BCBS) er et internasjonalt organ for sentralbanker og tilsynsmyndigheter som arbeider med internasjonale regler for bankvirksomhet. Det er de største utviklede økonomiene som deltar. Baselkomiteen har i tre bolker utarbeidet omfattende forslag til regelverk om kapital og likviditet i banker: Basel I, II og III, og de arbeider for tiden med en revidering av Basel III (ofte kalt «Basel IV»). Komiteen har ingen overnasjonal myndighet, men medlemslandene har forpliktet seg til å introdusere regelverket i sine land.

Baselkomiteen hadde sitt første møte i 1975, og i 1988 kom Basel I. Dette var den første globale standarden for regulering av hvor mye kapital bankene skal ha, med implementering i mer enn 100 land. I Norge trådte reglene i kraft ved utgangen av 1992. Basel I innførte krav til kapital som stod i forhold til risikoen i bankenes eiendeler.

Etter hvert så man at regelverket var for lite risikosensitivt, samt at kredittrisikostyring i finansforetakene var mer utviklet enn lagt til grunn i Basel I-standardene. En av intensjonene med Basel II, som ble innført i Norge i 2007, var derfor å skape større samsvar mellom kapitalkravet, risikoen i eiendelene og risikostyringen i bankene. Det ble åpnet for at bankene kunne velge mellom å benytte standardiserte risikovekter for eiendelene eller risikovekter beregnet ved bruk av bankens interne modeller («*Internal ratings based*» eller bare IRB). De interne modellene er basert på historiske tall for tap på ulike typer utlån. De fleste

store banker bruker slike modeller til å beregne risiko i utlånsporteføljen. Risikovektene skal reflektere risikoen for uventede tap. Forventede tap skal reflekteres i utlånsmarginen og dekkes gjennom løpende inntjening.

Forutsetningen var likevel at Basel II ikke skulle føre til nedgang i den ansvarlige kapitalen i det globale banksystemet. I praksis viste det seg likevel at overgangen fra Basel I til Basel II førte til en markert nedgang i det regulatoriske kapitalkravet i IRB-banker. Nedgangen kunne ha vært større uten den såkalte overgangsregelen. Overgangsregelen i Basel II innebærer at totalt beregningsgrunnlag for IRB-banker ikke kan bli lavere enn en gitt prosentsats av hva det ville vært med Basel I.

Basel II innførte tre pilarer for kapitalreguleringen. Pilar 1 fastsetter minimumskrav som gjelder alle banker. Pilar 2 er tilleggskrav basert på tilsynsmyndighetens vurdering av risikoen i den enkelte bank. Pilar 3 omhandler krav om rapportering og informasjon med sikte på å styrke markedsdisiplinen. Pilarene er videreført i Basel III. Den internasjonale finanskrisen i 2008 synliggjorde behovet for bedre regulering av bankenes likviditet. Basel III innførte for første gang kvantitative likviditetskrav, LCR og NSFR, se kapittel 2.2.6 *Likviditetsregulering*. I tillegg er det i Basel-standardene planlagt å innføre krav til uvektet kjernekapitaldekning («*leverage ratio*»), som et supplement til de risikovektede kapitalkravene. Krav til uvektet kjernekapitaldekning er allerede vedtatt i EU.

## KRAV TIL KAPITALDEKNING FOR NORSKE BANKER

Egenkapitalandelen, som er definert som egenkapital i prosent av forvaltningskapital (samlede eiendeler), er det tradisjonelle soliditetsmålet for bedrifter. Banker og andre finansforetak er pålagt å ha tilstrekkelig soliditet i form av krav til kapitaldekning. Det er definert som samlet kapital (egenkapital + hybridkapital + ansvarlig lånekapital (tilleggskapital)) i prosent av risikovektede eiendeler. Dersom et finansforetak går over ende, tar hybridkapital og deretter tilleggskapital tap etter egenkapitalen. Eiendeler som ikke kan brukes til å dekke tap, blant annet immaterielle eiendeler, trekkes fra egenkapitalen før kapitaldekningen blir beregnet (regulatoriske fradrag). Risiko-

vektingen av eiendelene innebærer at de ulike eiendelene er veid sammen ut fra hvilken risiko de har. Lån til bolig inngår for eksempel som oftest med en lavere vekt enn lån til bedrifter, som er mer risikable.

De viktigste kapitalbegrepene i reguleringen av banker er:

- Ren kjernekapital (CET1) = Egenkapital – Regulatoriske fradrag
- Kjernekapital (T1) = Ren kjernekapital (CET1) + Hybridkapital (AT1)
- Ansvarlig kapital = Kjernekapital (T1) + Ansvarlig lånekapital (T2)

Størrelsen man kommer frem til ved å multiplisere bankens ulike eiendeler med tilhørende risikovekt, kalles beregningsgrunnlag eller sum risikovektede eiendeler:

$$\bullet \text{ Beregningsgrunnlag (RWA)} = \sum_{vi} \text{Eiendel}_i * \text{Risikovekt}_i$$

De tre kapitaldekningsstørrelsene: ren kjernekapitaldekning, kjernekapitaldekning og samlet kapitaldekning beregnes ved å dividere de tre kapitalbegrepene ovenfor med beregningsgrunnlaget.

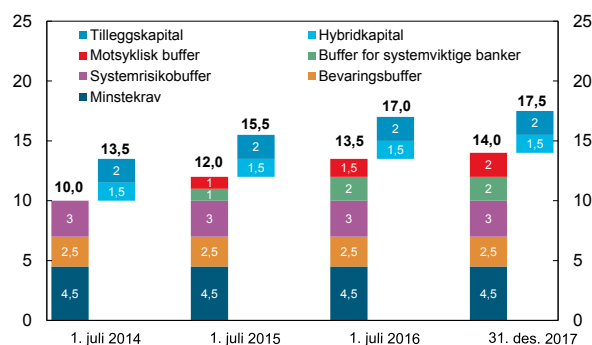
Minstekravet til bankenes rene kjernekapitaldekning er 4,5 prosent. I tillegg møter bankene en rekke myke krav, såkalte bufferkrav, som også må oppfylles med ren kjernekapital. Banker som bryter bufferkravene er pålagt å utarbeide en plan for å styrke kapitaldekningen, og Finanstilsynet kan pålegge banken ulike restriksjoner som for eksempel forbud mot å betale utbytte eller utbetale bonuslønn. Dersom en bank er i ferd med å bryte minstekravet, vil et eget krisehåndteringsregelverk tre i kraft, se kapittel 2.2.8 *Krisehåndtering av banker*. Det norske regelverket inneholder fire bufferkrav: bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige finansforetak og motsyklisk buffer, se figur 1.

**Bevaringsbufferen** skal dekke tap og sikre at kapitaldekningen ikke faller under minstekravet i kraftige nedgangsperioder.

**Systemrisikobufferen** skal forhindre og dempe langsiktig ikke-syklisk system- eller makrorisiko. Størrelsen på bufferkravet skal etter EU-reglene vurderes annet hvert år.

**Bufferen for systemviktige finansforetak** gjelder bare for foretak som er utpekt som systemviktige. Det er bufferkrav både til globalt systemviktige og nasjonalt systemviktige banker. Bufferkravet er motivert av at problemer i systemviktige banker kan påføre samfunnet større negative konsekvenser enn tilsvarende problemer i andre banker. Finanstilsynet skal hvert år, innen utgangen av første kvartal, gi råd til Finansdepartementet om hvilke finansforetak som bør anses som nasjonalt systemviktige. Finansforetak med en forvaltningskapital på minst 10 prosent av BNP Fastlands-Norge og/eller en markedsandel for utlån til publikum i Norge på minst 5 prosent skal som hovedregel utpekes som nasjonalt systemviktige. I 2016 var DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS nasjonalt systemviktige. Ingen norske finansforetak er utpekt som globalt systemviktige. I Norden er det kun Nordea-konsernet som er utpekt som globalt systemviktig. Nordea Bank Norge ASA fusjonerte 2. januar 2017 med den svenske morbanken og virksomheten i Norge drives nå som filial av Nordea Bank AB. Banken er dermed ikke lenger et systemviktig finansforetak i Norge.

**Figur 1 Opptopping av pilar 1-krav til kapitaldekning i Norge.<sup>1</sup> Prosent av beregningsgrunnlag. 1. juli 2014–31. desember 2017**



1) Minstekrav og bufferkrav i søylene til venstre utgjør kravet til ren kjernekapitaldekning. Hybridkapital og tilleggskapital i søylene til høyre legges til for å få kravet til henholdsvis kjernekapitaldekning og kapitaldekning.

Kilde: Finansdepartementet

Den **motsykliske bufferen** skal bidra til at bankene bygger kapital i gode tider, slik at de har mer å tære på i dårligere tider. Bankene bør bygge opp, og holde, en motsyklisk buffer når finansielle ubalanser bygger seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store utlånstap i bankene kan bufferkravet settes ned. Norges Bank har i oppgave å legge frem et beslutningsgrunnlag og gi Finansdepartementet råd om nivået på den motsykliske bufferen fire ganger i året. For mer informasjon om hva Norges Bank legger til grunn for sitt råd, se «*Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer*», *Norges Bank Memo 1/2013*.

Utover kravene til ren kjernekapitaldekning møter bankene krav til kjernekapitaldekning og kapitaldekning. Minstekravene til disse før buffere er henholdsvis 6 og 8 prosent av risikovektet balanse.

Kravene nevnt over er såkalte pilar 1-krav. I tillegg kommer pilar 2-krav til ren kjernekapitaldekning som skal dekke risiko som ikke, eller kun delvis, blir dekket av pilar 1-krav. Pilar 2-kravene er individuelle og avhenger av Finanstilsynets vurdering av risikoen i den aktuelle banken. Pilar 2-krav består av et formelt krav som fastsettes som enkeltvedtak og en «management»-buffer som Finanstilsynet meddeler banken. Sistnevnte er ikke et formelt krav og blir ikke offentliggjort av Finanstilsynet.

Finansdepartementet har fastsatt krav til **uvektet kjernekapitaldekning** som skal gjelde fra og med 30. juni 2017. Minstekravet er 3 prosent for banker og andre finansforetak som ikke er forsikringskonsern. Alle banker skal i tillegg ha en uvektet kjernekapitaldekningsbuffer på minst 2 prosent, og systemviktige banker skal utover dette ha en buffer på minst 1 prosent. For norske banker samlet var uvektet kjernekapitaldekning 7,9 prosent ved utgangen av 2016.

Norske banker har tilpasset seg økte kapitalkrav hovedsakelig ved oppbygging av egenkapital gjennom tilbakeholdt overskudd. Samtidig har bankenes risikovektede eiendeler falt, selv om deres samlede eiendeler har vokst. Det trekker også kapitaldekningen opp. Se «*Norske bankers tilpasning til økte kapitalkrav*», *Norges Bank Staff Memo 14/2014*.

# Vedlegg 3: Ordliste

For en mer utfyllende ordliste, se Norges Bank *ORD OG UTTRYKK*

**Annuitetslån:** Et lån som nedbetales med like store terminbeløp, helt til lånet er innfridd. I begynnelsen er avdragsdelen liten, mens rentedelen er stor.

**Ansvarlig kapital:** Et finansforetaks kjernekapital pluss tilleggskapital.

**Adferdsrisiko (moralisk hasard):** En part i en avtale kan opptre i strid med den inngåtte avtalen, mot den andre partens interesse og til den andre partens kostnad for å oppnå egne fordeler. For finansforetak knyttes adferdsrisiko ofte til den antatt økte risikovilje et finansforetak tar, i visshet om at det offentlige vil tre inn dersom finansforetaket får problemer.

**Ansvarlig lån:** Lån med lavere prioritet ved tilbakebetaling enn seniorlån og annen sikret og usikret gjeld. Ansvarlige lån har bedre prioritet enn fondsobligasjoner og hybridkapital.

**Avregning:** Flere transaksjoner blir avregnet mot hverandre, og for hver deltaker i avregningen blir det beregnet en nettoposisjon.

**Avregningssystem:** Et system som gjennomfører avregningen. Systemet blir normalt eid og drevet av en institusjon.

**AvtaleGiro:** En tjeneste for automatisk betaling av faste regninger. Betalingene initieres av betalingsmotaker (såkalt direkte debitering).

**Bail-in:** Nedskrivning av et finansforetaks gjeld og/eller konvertering av gjeld til egenkapital i finansforetaket.

**BankAxept:** Det norske debetkortsystemet.

**«Bank for International Settlements» (BIS):** Den internasjonale oppgjørsbanken BIS er en internasjonal organisasjon med 55 av verdens sentralbanker som medlemmer og eiere. Organisasjonens hensikt er å fremme internasjonalt monetært og finansielt samarbeid, samt å fungere som sentralbankenes bank.

**Baselkomiteen for banktilsyn (BCBS):** Et internasjonalt organ for sentralbanker. Hovedhensikten med BCBS er å samarbeide om bankovervåking. Baselkomiteen har utarbeidet forslag til regelverk for å regulere banknæringen i tre bolker: Basel I, II og III. Komiteen har ingen overnasjonal myndighet, men medlemslandene har forpliktet seg til å introdusere og tilpasse regelverket til sine land.

**Basel I:** Kapitaldekningsregler foreslått av Baselkomiteen i 1988.

**Basel II:** Kapitaldekningsregler som ble gjort gjeldende i EØS-området fra 2007. Basel II er en global standard som tar hensyn til ulike former for risiko. Basel II har tre pilarer: pilar 1 er beregning av minstekrav til ansvarlig kapital, pilar 2 gjelder vurdering og fastsetting av individuelle kapitalbehov i bankene, mens pilar 3 omfatter offentliggjøring av finansiell informasjon.

**Basel III:** Nye kapital- og likviditetsstandarder for banknæringen som Baselkomiteen la frem 16. desember 2010. Hovedtrekkene i Basel III er skjerpede minstekrav til kjernekapital, krav om kapitalbuffer, minstekrav til «leverage ratio» (kjernekapitalandel) og kvantitative likviditetskrav. Kravene i Basel III skal innføres gradvis i perioden 2013–2019.

**Basisswap (cross currency swap):** En kombinert rentebytte- og valutabytteavtale.

**Beregningsgrunnlag (sum risikovektede eiendeler):** Beregningsgrunnlaget utgjør nevneren i uttrykkene for beregning av finansforetaks rene kjernekapitaldekning, kjernekapitaldekning og kapitaldekning. Hvilke risikovekter som kan benyttes ved beregningen fremgår av kapitaldekningsregelverket.

**Betalingsinstrumenter:** Måtene vi overfører betalingsmidler på.

**Betalingsmiddel:** En fordring som overføres mellom kjøper og selger som betaling for varer, tjenester og andre fordringer. Kontanter, kontopenger og elektroniske penger er eksempler på betalingsmidler.



**Betalingsystemer:** Betalingssystemene inkluderer både interbanksystem og de instrumentene og prosedyrene som blir benyttet for overføring av penger fra eller mellom kundekontoer i banker og finansforetak. Interbanksystem er basert på felles regler for avregning, oppgjør og overføring av betalinger mellom banker.

**Bokbygging:** Kartlegging av investorers interesse for å kjøpe finansielle instrumenter forut for opptak av obligasjonslån eller utstedelse av aksjer. Både pris og volum blir kartlagt. Kartleggingen danner grunnlag for den endelige fastsettingen av pris og volum.

**Bytteavtale (swap):** En kontrakt der to motparter bytter kontantstrømmer med hverandre. De to vanligste formene for bytteavtaler er rentebytteavtaler og valutabytteavtaler.

**Bytteordningen:** Ordning, innført under den internasjonale finanskrisen i 2008, der den norske staten og bankene byttet statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) for en avtalt periode. Avviklet i 2014. Norges Bank administrerte ordningen på oppdrag fra Finansdepartementet.

**«Credit Default Swap» (CDS):** En forsikring mot mislighold av en obligasjon eller en indeks av obligasjoner. Selgeren av en CDS-kontrakt vil kompensere kjøperen av kontrakten dersom den underliggende obligasjonen misligholdes. CDS-prisen sier derfor noe om hvordan markedet vurderer sannsynligheten for mislighold.

**Debetkort:** Betalingskort som gjør det mulig for eieren av kortet å disponere innskudd og kreditt på bankkontoen som kortet er knyttet til. Brukerens konto blir debitert (belastet) hver gang kortet blir brukt.

**Derivat:** Avtaler om kjøp og salg av finansielle instrumenter som er avledet av andre underliggende objekt. Derivat gir innehaveren rettigheter og/eller plikter, og verdien av disse er betinget av utviklingen i verdien av det underliggende objekt (aksje, obligasjon, valuta, rente o.l.)

**Egenkapitalandel:** Egenkapital dividert med sum eien-  
deler.

**Elektronisk faktura (e-faktura):** Helelektroniske regninger.

**EU-forordning:** En EU-rettsakt som gjelder i medlemslandene på lik linje med landets egne lover. I Norge må forordningen tas inn gjennom EØS-avtalen for deretter å innføres som nasjonal lovgivning.

**Euribor («Euro Interbank Offered Rate»):** Renten på usikrede utlån i interbankmarkedet i Eurosonen.

**«European Banking Authority» (EBA):** Et selvstendig myndighetsorgan under EU som skal sikre effektiv og konsistent regulering og tilsyn med banksektoren i EU.

**Faktureringskort:** Betalingskort som ikke er knyttet til en bankkonto. Brukeren tar imot en samlefaktura med visse tidsintervall.

**«Financial Stability Board» (FSB):** Internasjonalt organ utpekt av G20 i 2009 for å fremme finansiell stabilitet. FSB har ingen overnasjonal myndighet, men forslag fra FSB utgjør viktige referansepunkter for blant annet Baselkomiteen og EUs regelverksarbeid.

**Finansiell stabilitet:** Finansiell stabilitet innebærer at det finansielle systemet er robust overfor forstyrrelser i økonomien, slik at det er i stand til å formidle finansiering, utføre betalinger og omfordele risiko på en tilfredsstillende måte.

**Foliorente:** Renten bankene får på sin foliokonto (brukskonto) i Norges Bank. Foliorenten er Norges Banks styringsrente.

**Fondsobligasjon:** Evigvarende rentebærende obligasjon med innløsningsrett for utsteder etter et gitt antall år (ofte fem år).

**Forbrukslån:** Lån som ikke er sikret med pant

**Forvalterregistrering:** En investor har registrert eierskapet til et verdipapir hos en forvalter (ofte en bank). Det vil si at investor ikke har konto i eget navn i et verdipapirregister.

**Forvaltningskapital:** Bokført verdi av alle eiendelene i et finansforetak.

**Fremtidig renteavtale (FRA):** En fremtidig renteavtale er en gjensidig bindende avtale om en fremtidig rente i en gitt periode for et bestemt beløp. Rente, periode og beløp avtales ved kontraktsinngåelse.

**Girobetaling:** En betalingstjeneste brukt til å overføre penger mellom juridiske personer i Norge. Kan være elektronisk eller blankettbasert og basert på kontanter eller kontopenger.

**Gjeldsbelastning (husholdninger):** Lånegjeld i prosent av disponibel inntekt.

**Gjenkjøpsavtale (repo):** er et midlertidig bytte av verdipapirer mot likvide midler. Prisen ved tilbakekjøp blir avtalt i dag. Slike avtaler regnes som lån mot sikkerhet og er vanlig i sentralbankenes styring av likviditeten i banksystemet (sentralbanklikviditeten).

**G20:** En gruppe som består av finansministere og sentralbanksjefene fra 19 av landene med størst økonomi i verden i tillegg til EU. Gruppen ble dannet for å etablere samarbeid om spørsmål knyttet til internasjonal økonomi.

**Herstatt-risiko:** Risikoen for at en part i en valuta-handel skal betale sin del av handelen uten at motparten betaler sin del. Parten som ikke mottar betalingen, kan risikere å miste hovedstolen i handelen.

**Hovedstol:** Det opprinnelige gjeldsbeløpet, uten påløpte renter eller omkostninger.

**Hybridkapital:** Kapital med lavere prioritet enn ansvarlig lån. Hybridkapital har en viss evne til å ta tap under løpende drift. Er slik kapital utstedt etter 1. januar 2011, skal den ta tap med samme prioritet som egenkapital dersom kapitaldekningen faller under nærmere fastsatte minstegrenser.

**Høyrisikoobligasjoner:** Obligasjoner utstedt av foretak med kredittgradering lavere enn BBB-, også kalt «high yield» og «junk bonds».

**Immaterielle eiendeler:** Verdier i selskapet som ikke er fysiske gjenstander man kan ta på, som for eksempel forskning og utvikling, varemerker, forretningsnavn og patenter. Verdier kan også ligge i en virksomhets gode navn og rykte, kundekrets, IT-systemer m.m.

**IMM-datoer:** Vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengemarkedsprodukter (forkortelsen står for International Money Market). IMM-dager er den tredje onsdagen i mars, juni, september og desember.)

**Innskyterpreferanse:** Dersom kreditorene i en bank må ta tap, gis innskyterne fortrinnsrett, slik at innskuddene først blir nedskrevet etter at all øvrig gjeld er fullstendig nedskrevet.

**IRB-modeller:** Interne modeller («internal ratings-based») som bankene kan benytte for å beregne risikovekter og kapitalbehov for kredittrisiko etter Baselregelverket.

**Kapitaldekning:** Ansvarlig kapital dividert med beregningsgrunnlaget.

**Kjernekapital («Tier 1»):** Et finansforetaks egenkapital pluss hybridkapital minus fradragposter.

**Kjernekapitaldekning:** Kjernekapital dividert med beregningsgrunnlaget.

**Kontopenger:** Penger utstedt av private banker (bankinnskudd).

**Kredittforetak:** Foretak som finansierer sin utlånsvirksomhet ved utstedelse av obligasjoner.

**Kredittkort:** Betalingskort som ikke er knyttet til en bankkonto, men en kreditt som kan avtales nedbetalt uavhengig av når kortet blir brukt.

**Kredittmarked:** Et marked der man handler med gjeld med ulike løpetider. Kredittmarkedet består av penge- og obligasjonsmarkedet.

**Kredittrisiko:** Risiko for tap ved at en låntaker ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtale.

**Kupongrente:** Den faste renten på et obligasjonslån på utstedelsestidspunktet. Når det generelle rentenivået synker vil en gitt kupongrente bli mer attraktiv og kursen på obligasjonen vil stige og omvendt.

**LIBOR («London Interbank Offered Rate»):** LIBOR er renten på usikrede utlån i interbankmarkedet i London.

**Likviditetsdekning (banker):** "Liquidity coverage ratio"(LCR) er definert som likvide eiendeler av høy kvalitet i prosent av netto kontantutstrømming over 30 dager i et bestemt scenario med betydelig markedssuro. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent.

**Likviditetsrisiko (finansielle markeder):** Risikoen for at det blir vanskelig eller dyrt å omsette et verdipapir i markedet.

**Likviditetsrisiko (finansforetak):** Risikoen for at et finansforetak ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller, uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger.

**Løpetid:** Tidsrommet mellom utstedelsestidspunkt og forfallstidspunkt.

**Løpetidspremie:** Ekstra avkastning investorer krever for å investere i obligasjoner med lengre løpetid, fremfor å rullere plasseringer i obligasjoner med kortere løpetid over samme tidsperiode.

**Markedsfinansiering:** Et finansforetaks markedsfinansiering er definert som: Lån i og innskudd fra kredittinstitusjoner (herunder Norges Bank) + sertifikatkatgjeld + obligasjonsgjeld + ansvarlig lånekapital + fondsobligasjoner. Netto markedsfinansiering er fratrukket markedsfordringer med samme løpetid.

**«Market-Maker»:** En person eller et foretak som stiller både kjøps- og salgskurs på et finansielt instrument eller en råvare, i håp om å tjene på «bid-ask-spreaden» (forskjell mellom kjøps- og salgskurs). Hovedfunksjonen er som regel å gjøre kjøpsobjektet mer likvid.

**Mislighold:** Mislighold går som regel ut på at en avtalt ytelse leveres for sent, uteblir eller at den avtalte ytelse har en mangel.

**Motpartsrisiko:** Risiko for tap som kan oppstå dersom motparten i en kontrakt ikke klarer å møte sine forpliktelser.

**«Net Stable Funding Ratio» (NSFR):** Stabil finansiering i prosent av lite likvide eiendeler. EU legger opp til å innføre minstekrav til stabil finansiering fra 2019. Kravet er at NSFR skal være minimum 100 prosent.

**NIBOR («Norwegian Inter Bank Offered Rate»):** NIBOR eller pengemarkedsrenten er renten på lån mellom bankene. NIBOR er en valutaswaprente.

**NOWA («Norwegian Overnight Weighted Average»):** er et veid gjennomsnitt av rentesatser på inngåtte avtaler om usikrede lån i norske kroner mellom banker med utbetaling samme dag og tilbakebetaling påfølgende bankdag (overnatten).

**Nullkupongpapirer:** Et verdipapir uten rentebetalinger. Nullkupongpapirer legges ut til underkurs, dvs. en kurs lavere enn pålydende verdi, og løses inn til pålydende verdi ved forfall.

**Næringsmarked (bankene):** I hovedsak ikke-finansielle private bedrifter (foretak) og personlige næringsdrivende (SSBs sektorkoder 21000–25000 og 82000–83000).

**Obligasjon:** Et rentebærende verdipapir med opprinnelig løpetid over 1 år.

**Obligasjon med fortrinnsrett (OMF):** Et rentebærende verdipapir som utstedes av et OMF-kredittforetak med sikkerhet i lån til bolig eller næringseiendom. Kredittforetakene er eid av bankene.

**Opsjon:** En kontrakt som gir den ene parten en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe (kjøpsopsjon) eller selge (salgsopsjon) en eiendel til en bestemt pris på eller før en bestemt dato frem i tid.

**OTC («Over the counter»):** Derivater som ikke handles over børs eller regulert marked, men som i stedet omsattes privat mellom to parter (over disk = «over the counter»).

**Overgangsregelen:** Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker må utgjøre minst 80 prosent av hva det ville vært med Basel I.

**Pengemarkedsfond:** En type verdipapirfond hvor andelseiernes kapital investeres i rentepapirer med maksimal bindingstid på 1 år (pengemarkedsinstrumenter).

**Primærhandlere:** Et verdipapirforetak som etter avtale med utsteder eller representant for utsteder påtar seg visse forpliktelser, vanligvis mot en form for godtgjørelse, i forbindelse med omsetning av verdipapirer i første- eller annenhåndsmarkedet.

**Publikum (K2):** Omfatter de institusjonelle sektorene: kommuneforvaltningen, offentlige ikke-finansielle foretak, private ikke-finansielle foretak og husholdninger (SSBs sektorkoder 11100–25000, 65000–85000 og 08000).

**Rammelån:** Lån med rett for låntaker til å låne opp til en bestemt ramme, for eksempel inntil en viss del av verdien på en bolig. Det er normalt ingen fast tilbakebetalingsplan og låntakeren betaler rente kun på det beløpet som er trukket.

**Reassuranse/gjenforsikring:** Måten forsikrings-selskapene sprer eller reduserer egen risiko. Man betaler for at en annen part skal dekke en del av erstatningene som utbetales på forsikringene knyttet til avtalen. Alle forsikrings-selskaper kan reassurere, men det finnes også egne selskaper som spesialiserer seg på reassuranse

**Ren kjernekapitaldekning:** Kjernekapital fratrukket hybridkapital som inngår i kjernekapitalen, dividert med beregningsgrunnlaget.

**Rentebytteavtaler (renteswap):** En rentebytteavtale er en avtale om å bytte rentebetingelser på lån eller innskudd i en bestemt periode. Byttet innebærer at den ene part får byttet sin flytende rente mot fast rente, mens den andre part får byttet fast rente mot flytende rente.

**Risikovekt:** Den vekt en eiendel gis i beregningsgrunnlaget for bankenes kapitalkrav. Vektene skal ta hensyn til at ulike eiendeler gir ulik risiko for tap for banken.

**Senior bankobligasjoner:** Bankobligasjoner som gir eierne høyere prioritet til selskapets verdier enn eierne av ansvarlige lån og egenkapital.

**Sentral motpart:** En sentral motpart er en institusjon som trer inn i en handel og blir kjøper for selger og selger for kjøper.

**Serielån:** Lån som nedbetales med like store avdrag i hele låneperioden. I tillegg kommer rentene, som avtar med at lånet nedbetales, slik at terminbeløpene også avtar.

**Sertifikater:** Et rentebærende papir med opprinnelig løpetid på under 1 år.

**Sikkerhetsmasse:** Betegnelse på de eiendelene til en utsteder av Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) som obligasjonseierne har fortrinnsrett til.

**«Single passport»:** En rett for en tilbyder av finansielle tjenester med godkjennelse i ett EU-land til å drive virksomhet i hele EU.

**Soliditet (bank):** En banks evne til å tåle tap og samtidig overholde kapitaldekningskrav.

**Solvens II:** Kapitalregelverk for forsikringsforetak.

**Spothandel:** Kjøp og salg av valuta for umiddelbar levering.

**Spotkurs:** Kursen som gjelder nå (dagens kurs).

**Stabil finansiering:** Egenkapital, lån med lang løpetid og innskudd fra husholdninger og enkelte foretak.

**SWIFT («The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications»):** Kommunikasjons-system for utveksling av bekreftelser, betalingsoppdrag og kontoutskrifter mellom finansforetak.

**Systemviktig bank:** En bank som med stor sannsynlighet vil utløse finansiell ustabilitet dersom den får store finansielle eller operasjonelle problemer. Finansdepartementet har utpekt DNB og Kommunalbanken som systemviktige institusjoner i Norge. , Nordea Bank Norge var også utpekt som systemviktig frem til utgangen av 2016. Listen over systemviktige institusjoner oppdateres årlig.

**Tapsabsorberende evne:** Kjennetegn ved kapital som kan nedskrives for å dekke tap eller underskudd, for eksempel egenkapital.

**Terminkurs:** Kursen ved kjøp og salg av valuta på et fremtidig tidspunkt.

**Termertillegg:** Differansen mellom terminkursen og spotkursen. Gjenspeiler ofte differansen i rentenivå mellom ulike valutaer.

**Tilleggs kapital («Tier 2»):** Ansvarlig lånekapital. Den delen av bankenes ansvarlige kapital med dårligst tapsabsorberende evne.

**«Tri-party repos»:** Repo (gjenkjøpsavtale) hvor de to partene som inngår kontrakten lar en tredje part håndtere utvekslingen av ytelse mellom dem.

**Utstedelse (emisjon):** Innhenting av kapital ved utstedelse av verdipapirer. Ved en aksjeemisjon blir utsteder tilført ny egenkapital. Ved utstedelse av obligasjons- og sertifikatlån blir utsteder tilført ny fremmedkapital.

**Valutabytteavtale:** Avtale om å bytte et beløp i en valuta mot et beløp i en annen valuta og samtidig inngå en forpliktende avtale om å bytte tilbake beløpene på et avtalt fremtidig tidspunkt.

**Valutatermin:** Avtale om kjøp eller salg av et gitt valutabeløp til en avtalt kurs på et bestemt fremtidig tidspunkt. Terminprisen blir fastsatt på grunnlag av spotkursen ved inngåelse av avtalen samt forventet rentedifferanse mellom valutaene i avtalens løpetid.

**Veksler/statskasseveksler:** Et standardisert omsettelig lån utstedt av den norske stat med løpetid under ett år. Veksler er nullkupongpapirer. (Det utbetales ikke noen fast eller flytende rente i løpetiden)

**Verdipapiriserte obligasjoner («Asset Backed Securities» eller bare ABS):** Obligasjoner oppstått gjennom verdipapirisering, se Verdipapirisering.

**Verdipapirisering:** En långiver, for eksempel en bank, selger utlån (eiendeler) til et juridisk separat spesialforetak, som finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner i markedet med sikkerhet i eiendelene.

**Verdipapirregister:** Register over rettigheter til finansielle instrumenter, f.eks. hvem som er eier eller om instrumentet er pantsatt. En verdipapirhandel er ikke fullført (fått rettsvern) før endringen i eierskap er registrert i registeret. Verdipapirsentralen (VPS) driver det eneste norske verdipapirregisteret, men lov om registrering av finansielle instrumenter, *verdipapirregisterloven fra 2003*, åpnet for at nye aktører kan etablere seg.

NORGES BANK  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

Det norske finansielle systemet

