

# NORGES BANK MEMO

## DET NORSKE FINANSIELLE SYSTEMET

NR. 2 | 2016

EN OVERSIKT



NORGES BANK

# Norges Bank Memo nr. 2 | 2016

**NORGES BANK MEMO**  
NR 2 | 2016

## 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)  
Web: [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

ISSN 1894-0277 (online)  
ISBN 978-82-7553-920-3 (online)

# Innhold

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

Forord og leseveiledning.....	6
1. Det finansielle systemet.....	7
1.1. Gi aktørene i økonomien muligheter til å låne og spare .....	8
1.2. Gjennomføre betalinger .....	10
1.3. Håndtere risiko.....	11
1.4. Tilsyn med og regulering av det finansielle systemet.....	12
Boks: Risikoer i det norske finansielle systemet .....	12
1.5. Internasjonale perspektiver .....	14
2. Finansmarkedene.....	15
Boks: Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC.....	15
2.1. Pengemarkedet.....	16
2.1.1. Aktører i pengemarkedet .....	17
Boks: Likviditet .....	17
2.1.2. Usikrede pengemarkedsinstrumenter .....	18
Boks: Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten.....	19
2.1.3. Sertifikater og statskasseveksler.....	21
2.1.4. Sikrede pengemarkedsinstrumenter.....	21
Boks: Derivater.....	22
2.1.5. Referanserenter i pengemarkedet .....	24
2.1.6. Markedet for rentederivater.....	25
2.2. Obligasjonsmarkedet.....	27
Boks: Renter og risikopåslag på obligasjoner.....	27
2.2.1. Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet.....	28
2.2.2. Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet?.....	29
Boks: Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet.....	31
Boks: Lån med sikkerhet .....	33
2.2.3. Hvem investerer i obligasjonsmarkedet?.....	35
2.2.4. Førstehåndsmarkedet for obligasjoner .....	36
2.2.5. Annenhåndsmarkedet for obligasjoner.....	37
2.2.6. Andre aktører i obligasjonsmarkedet.....	39
2.3. Valuta.....	39
Boks: Valutakoder (ISO 4217).....	40
2.3.1. Valutamarkedet .....	40
2.3.2. Instrumenter i valutamarkedet.....	41
2.3.3. Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet .....	41
2.3.4. Reisevaluta .....	44
2.4. Aksjer.....	44
2.4.1. Organisering og finansiering av foretak .....	44

2.4.2.	Aksjemarkedet.....	45
2.4.3.	Størrelsen på det norske aksjemarkedet .....	46
2.4.4.	Utstedere.....	48
2.4.5.	Investorer i aksjemarkedet.....	49
2.4.6.	Aksjeindekser på Oslo Børs .....	49
2.4.7.	Aksjerelaterte derivater .....	50
3.	Finansforetak.....	52
	Boks: Finansforetaksloven.....	52
3.1.	Finanskonsern .....	53
3.2.	Banker .....	54
	Boks: Forretnings- og sparebanker.....	55
	Boks: Utviklingen av den norske banksektoren de siste 50 årene .....	55
3.2.1.	Bankenes oppgaver.....	56
	Boks: Hva er penger? .....	59
	Boks: Pengemengdebegreper.....	59
3.2.2.	Strukturen i den norske banksektoren .....	60
3.2.3.	Bankenes eiendeler og finansiering.....	63
3.2.4.	Hvorfor og hvordan reguleres banker?.....	65
3.2.5.	Kapitaldekningsregulering .....	66
3.2.6.	Likviditetsregulering .....	67
3.2.7.	Innskuddssikring i Norge .....	68
3.2.8.	Krisehåndtering av banker.....	69
3.3.	Kredittforetak.....	69
3.3.1.	OMF-kredittforetak .....	70
3.3.2.	Andre kredittforetak .....	70
3.4.	Statlige låneordninger .....	71
	Boks: Statlige låneinstitutter.....	72
3.5.	Forsikringsselskaper.....	73
3.5.1.	Ulike forsikringstyper.....	73
	Boks: Pensjonssystemet i Norge.....	74
	Boks: Regulering av forsikringsselskaper .....	79
3.6.	Pensjonskasser .....	79
3.7.	Verdipapirfond.....	81
3.7.1.	Typer fond ut fra eiendelene.....	82
3.7.2.	Passive eller aktive fond.....	84
3.7.3.	Regulering av verdipapirfond.....	85
3.8.	Andre finansforetak.....	85
3.8.1.	Finansieringsforetak .....	85
3.8.2.	Verdipapirforetak .....	86
3.8.3.	Investeringselskap.....	86

3.8.4.    Såkornselskaper (Venture capital).....	86
4. Finansiell infrastruktur .....	87
4.1. Kunderettede betalingstjenester .....	88
Boks: “Single Euro Payments Area” (SEPA).....	88
4.1.1.    Kontanter .....	89
4.1.2.    Betalingskort .....	90
Boks: Hvordan foregår en betaling med BankAxept-kort? .....	91
Boks: Betalinger med mobiltelefon .....	92
4.1.3.    Girobetalinger.....	93
Boks: Kostnader ved bruk av forskjellige betalingsinstrumenter .....	95
4.2. Interbanksystemer .....	97
4.2.1.    Norges Banks oppgjørssystem .....	97
4.2.2.    Avregningssentralen NICS .....	99
4.2.3.    Risiko ved oppgjør av valutahandler .....	99
Boks: «Herstatt-risiko» .....	100
4.2.4.    Valutaoppgjørssystemet CLS .....	100
4.3. Verdipapiroppgjøret (VPO) .....	101
Boks: Verdipapirregister.....	101
Boks: TARGET2-Securities (T2S).....	101
4.3.1.    Hvordan inngås handelen? .....	102
4.3.2.    Hvordan gjennomføres verdipapiroppgjøret .....	102
4.4. Sentrale motparter .....	104
4.4.1.    Bruken av sentrale motparter.....	104
Boks: Ny europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater .....	104
4.4.2.    Sentrale motparter styrker finansiell stabilitet.....	107
4.4.3.    Sentrale motparter og systemrisiko .....	108
Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markedsplasser .....	109
Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene.....	111
Vedlegg 3: Ordliste .....	115

# Forord og leseveiledning

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

*Det Norske Finansielle systemet* gir en samlet oversikt over det finansielle systemet i Norge, dets oppgaver og hvordan disse oppgavene blir utført. Publikasjonen er ment som et oppslagsverk og en lærebok. Den retter seg mot et bredt publikum, og det er lagt vekt på en enkel framstilling. Men også profesjonelle deltakere i det finansielle systemet skal kunne finne nyttig informasjon.

Kapittel 1 gir en overordnet oversikt over hele det finansielle systemet og dets oppgaver. Kapittel 2 beskriver de ulike markedene: penge-, obligasjons-, valuta-, og aksjemarkedet og markedene for finansielle derivater. Kapittel 3 omtaler de viktigste finansforetakene: banker, kredittforetak, forsikring- og pensjonsordninger og ulike fond m.m. Kapittel 4 beskriver infrastrukturen i det finansielle systemet. Infrastrukturen omfatter betalingssystemet og systemene der betaling og overføring av instrumenter i finansmarkedene skjer.

I 1973 ga Norges Bank ut «Det norske penge- og kredittsystem» som den første utgivelsen i Norges Banks skriftserie. Publikasjonen ble senere omarbeidet og utgitt i ny versjon fem ganger: i 1980, i 1985, i 1989, i 1995 og sist i 2004 med tittelen «Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet». Denne publikasjon avviker fra de tidligere publikasjonene ved at den inneholder lite informasjon om Norges Banks ansvar og oppgaver.

Publikasjonen vil bare foreligge på internett. Det er lagt inn lenker i teksten til andre publikasjoner og til andre institusjoner. Disse lenkene er understreket. I ordlisten er det lagt inn lenker til de stedene i teksten der ordene forekommer, markert med understreket sidetall.

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

Oslo, 9. juni 2016

# 1. Det finansielle systemet

Det finansielle systemet har tre hovedoppgaver: 1) gi aktørene i økonomien muligheter til å låne og spare og bidra til at sparingen går til lønnsomme investeringsprosjekter (formidling), 2) gjøre det mulig å gjennomføre betalinger og 3) håndtere risiko. I et velfungerende finansielt system gjennomføres disse oppgavene på en sikker og effektiv måte.

## Det finansielle systemet består av:

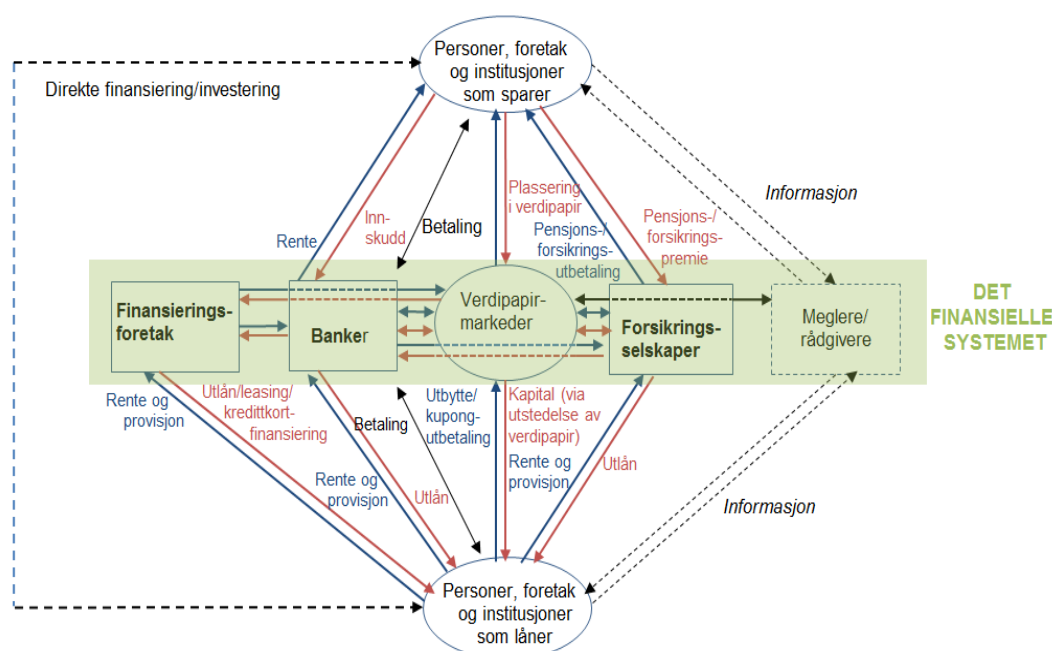
- **Finansinstitusjoner** (banker, kredittforetak, pensjons- og forsikringsselskaper, verdipapirfond) som fungerer som mellommenn mellom de som sparer og de som investerer. Bankene utfører alle de tre hovedoppgavene i det finansielle systemet. Forsikringsselskapene utfører ikke betalinger.
- **Finansmarkeder** der de som tilbyr og etterspør lån og egenkapital møtes på en markeds plass, for eksempel en børs, for å handle finansielle instrumenter. Handlene er avtaler mellom tilbydere og etterspørrere. Avtalene danner grunnlaget for et finansielt instrument og de kan ha mange ulike egenskaper når det gjelder avkastning, risiko, varighet m.m. Det er derfor mange ulike instrumenter og følgelig mange ulike markeder. Kapitalmarkedet er en felles betegnelse for markedene for langsiktige lån (obligasjonsmarkedet) og egenkapital (aksjemarkedet). Pengemarkedet er et marked for lån med løpetid under ett år. Valutamarkedet er et finansmarked for kjøp og salg av valuta. I tillegg finnes ulike derivatmarkeder, der derivater er finansielle instrumenter med egenskaper som er avledet (engelsk: «derive») fra egenskapene til instrumenter som aksjer, valuta eller obligasjoner. Et typisk derivat kan være en avtale om å selge kroner og motta dollar på et framtidig tidspunkt. På den måten beskytter en som skal kjøpe dollar i framtida seg mot at kursen på dollar styrker seg.
- Finansiell **infrastruktur** som 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 datasystemer og kommunikasjonssystemer mellom deltagerne i det finansielle systemet. Betalingssystemet og systemet for oppgjør av verdipapirhandler er viktige deler av den finansielle infrastrukturen. I denne publikasjonen behandles kontanter som en del av den finansielle infrastrukturen.

I denne definisjonen av det finansielle systemet er sluttbrukerne av finansielle tjenester holdt utenom. Alle foretak og de aller fleste personer er brukere av det finansielle systemets tjenester.

I en utvidet definisjon av det finansielle systemet er det naturlig også å ta med institusjoner og mekanismer som gir sikkerhet for de kontrakter som inngås, og som sørger for å framskaffe og bekrefte den informasjon som er nødvendig for effektiv kredittformidling og risikohåndtering. Det gjelder tilsyn, regulering, rettighetsregister, regnskap, revisjon, kredittvurdering og annen finansanalyse.

Norges Bank er en viktig del av det finansielle systemet i Norge. Norges Bank gir ut kontanter og fungerer som bankenes bank. I praksis betyr dette at bankene har konti i sentralbanken og gjør opp betalinger seg i mellom over disse kontoene. Norges Bank er også rådgivende og utøvende organ i pengepolitikken, dvs. fastsetter rentenivået i Norge, har oppgaver innen tilsyn og regulering av det finansielle systemet og forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland. For å beskrive hvordan det norske finansielle systemet fungerer, er det nødvendig å omtale Norges Banks roller og oppgaver. Det er gjort i denne publikasjonen, men er ikke hovedfokuset. Mer informasjon om Norges Banks mål og oppgaver finnes på [Norges Banks nettsider](#).

Figur 1.1 Hva skjer i det finansielle systemet?



Figur 1.1 viser en skisse av det finansielle systemet. Personer, foretak og institusjoner med sparemidler er tegnet inn øverst. Personer, foretak og institusjoner som låntakere er tegnet inn nederst. Det finansielle systemet, der sparingen formidles til investering gjennom markeder og institusjoner, er tegnet i midten. Betalinger og risikostyring skjer også i all hovedsak i dette mellomledet.

## 1.1. Gi aktørene i økonomien muligheter til å låne og spare

De fleste trenger av og til å låne penger. Personer og husholdninger trenger å låne penger til kjøp av bolig, til finansiering av andre større forbruksutgifter, til investering i utdanning eller til å finansiere midlertidig inntektsbortfall. Samtidig trenger de fleste å ha et sted å oppbevare penger i de perioder inntektene overstiger utgiftene, dvs. å spare. Sparingen kan også være for å sikre midler til pensjonisttilværelsen eller for å ha egne midler (egenkapital) som kreves ved låneopptak. Muligheten for å låne og



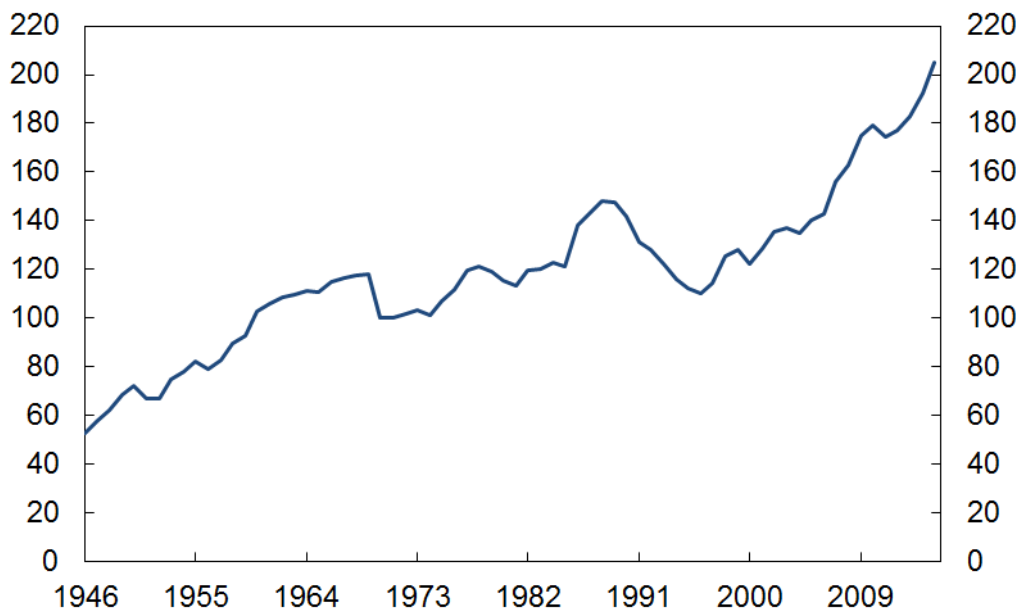
spare gjør at husholdningene bedre kan tilpasse forbruket over livsløpet uavhengig av når inntektene kommer.

Foretak kan låne for å foreta investeringer som øker eller vedlikeholder produksjonskapasiteten og for å finansiere underskudd i dårlige tider. I gode tider trenger bedriftene sparemuligheter for å stå bedre rustet til dårligere tider og for å kunne finansiere noe av investeringene med egne midler.

Stat og kommuner kan låne for å finansiere investeringer og for å finansiere viktige utgifter ved tilbakeslag i økonomien. De trenger sparealternativer når tidene er gode.

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 (i fagspråket K3) målt som andel av inntekten mer enn tredoblet siden 1946, se figur 1.2.

Figur 1.2 Samlet kreditt (K3) som andel av BNP fra 1946-2015. Prosent



Kilde: Norges Bank

På samme tidspunkt vil det både blant husholdninger, bedrifter og myndigheter være noen som låner og noen som sparer. Sparing formidles til investeringer både mellom gruppene og innen hver gruppe. Dersom det er muligheter for å låne og spare i utlandet, behøver ikke summen av alle gruppenes sparing være lik summen av gruppenes investeringer.

Finansinstitusjoner og markedsplasser står mellom de som sparer og de som investerer. Bankene mottar og oppbevarer sparing i form av innskudd, og de gir lån. Bankene fordeler sparingen på mange investeringer (låntakere), noe som reduserer risikoen for at sparerne skal bli påført tap. Bankene har også spesialisert seg på å vurdere låntakeres risiko. Myndighetene har satt i verk ulike tiltak for at bankene skal være sikre, herunder innskuddssikring, se *kapittel 3.2.7 Innskuddssikring i Norge*. Sparerne kan derfor ha innskudd uten å trenge å vurdere hvordan bankene plasserer

innskuddene. Dette er en stor besparelse for samfunnet og for den enkelte, og legger til rette for sparing og investering. En del av sparingen er øremerket pensjon. Da er det ulike pensjonsinnretninger som opptrer som mellommenn.

Større bedrifter og stat og kommune kan låne eller utvide aksjekapitalen i verdipapirmarkedet, der de mottar sparemidler direkte fra sparerne uten å gå veien om finansinstitusjoner som mellomledd. Slike plasseringer krever i utgangspunktet mer overvåking fra sparerne, men gir også mulighet for høyere avkastning.

Sparere etterspør sparemuligheter med ulike egenskaper når det gjelder bindingstid, risiko og avkastning. Finansinstitusjonene 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.

Banksparing er spesielt fordi bankinnskudd også brukes til å gjøre betalinger, dvs det er penger. I dag er bankinnskudd det dominerende betalingsmiddelet i utviklede land. De fleste som sparer i bank ønsker derfor at midlene skal være tilgjengelig raskt ved behov. Dvs. at de bør være likvide. Les mer i *Boks: Likviditet i kapittel 2.1.1*. Samtidig ønsker mange som tar opp banklån, f.eks. til bolig, at lånet skal kunne nedbetales over lang tid. Bankene spiller her en viktig rolle ved å gjøre om kortsiktige innskudd til langsiktige utlån. Dette kalles løpetidstransformasjon. Les mer om løpetidstransformasjon i *kapittel 3.2.1: Bankenes oppgaver*.

## 1.2. Gjennomføre betalinger

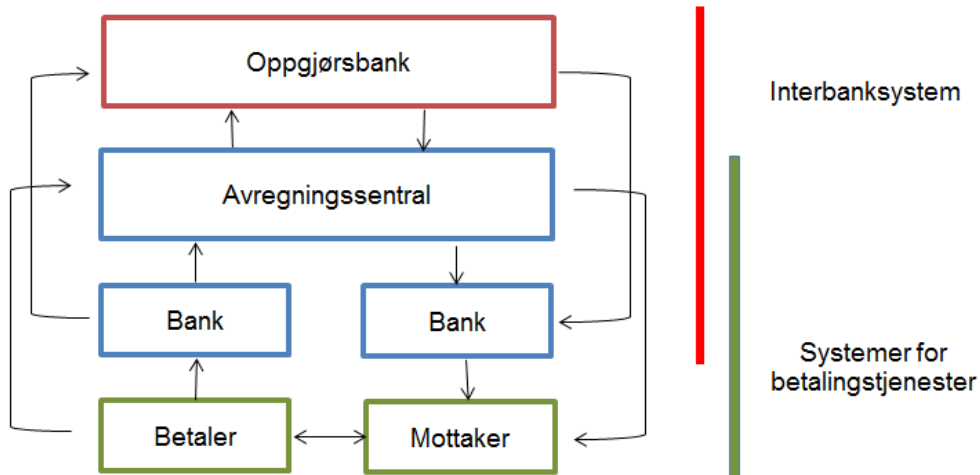
De fleste av oss gjennomfører betalinger hver dag. Vi betaler regninger og varer i butikken. Vi kan betale med kontanter eller med bankinnskuddene våre, dvs. med kontopenger. Det er Norges Bank som utsteder kontanter basert på etterspørselen fra brukerne. Hva som bestemmer mengden av kontopenger, er beskrevet i *kapittel 3.2.1 Bankenes oppgaver*. Kontopengene kan brukes til betalinger med for eksempel betalingskort eller mobiltelefon.

I en ren bytteøkonomi må hver av partene i en transaksjon finne fram 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. En stadig større del av transaksjonene i økonomien gjøres opp med kontopenger. Et sikkert banksystem er en forutsetning for at kontopenger skal være allment aksepterte.

Det er mange banker og et svært høyt antall transaksjoner, også mellom bankene. Transaksjonene med kontopenger må gjøres opp. Det skjer i interbanksystemene. Der kan for eksempel 1000 betalinger mellom Bank A og Bank B summeres (nettes), se figur 1.3. 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 sentralbankpenger, som i all hovedsak 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 sentralbankpenger blant

annet ved å låne penger til bankene eller kjøpe verdipapirer inkl. valuta fra dem (markedsoperasjoner). Disse transaksjonene skjer over bankenes innskuddskontoer i Norges Bank.

Figur 1.3 Det norske betalingssystemet



Et pengesystem gir vesentlig forenklet byttevirksomhet. Det reduserer transaksjonskostnadene i økonomien og legger til rette for bedre samfunnsmessig arbeidsdeling. Et velfungerende betalingssystem er kjennetegnet 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.

### 1.3. Håndtere risiko

Både personer og bedrifter ønsker å forsikre seg mot ulike risikoer. Forsikring mot brann, tyveri, bilskader m.m. kan kjøpes i skadeforsikringsselskap. Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser selger forsikring, som gir utbetaling ved uførhet, sikrer etterlatte ved tidlig død, og individuelle private pensjoner og pensjoner knyttet til arbeidsforhold (kollektive pensjoner) som supplerer offentlige pensjoner (folketrygden).

Bedrifter kan ønske å sikre seg mot ulike økonomiske risikoer knyttet til virksomheten. Det kan være risiko knyttet til driftsoverskudd og framtidige priser både på innsatsvarer og ferdige produkter. Valutakursrisiko og risiko for endret rente på gjeld er andre eksempler. Ved hjelp av både vanlige finansielle instrumenter og derivater kan bedriftene fjerne eller redusere slike risikoer. De som selger derivater, styrer sin risiko ved at de tilbyr sikring til kunder med motsatte behov, eller dekker risikoen ved å eie de underliggende instrumentene eller videreselger risiko til andre institusjoner. Finansinstitusjoner og andre deltagere i finansiell virksomhet er store etterspørere etter derivater for å gardere seg mot uheldig utvikling i valutakurser, aksjekurser og renter.

Bankene er også eksperter på å vurdere risiko i ulike investeringsprosjekter de gir lån til. Innskytere i bankene kan derfor overlate slike vurderinger til bankene.

Innskytternes risiko blir også redusert ved at bankene sprer (diversifiserer) sine utlån på et stort antall låntagere og ikke minst ved at innskudd er sikret gjennom en sikringsordning. For tiden gjelder dette innskudd opp til 2 millioner kroner. En innskyter er sikret for inntil 2 millioner kroner i hver bank vedkommende har konto.

Den samme spredningseffekten reduserer risikoen for de som sparer i ulike verdipapirfond eller plasserer midler i formuesforvaltningsselskaper.

Kapitalmarkedet bidrar også til spredning og omfordeling av risiko knyttet til investeringer. De som sparer kan styre risikoen ved å eie ulike verdipapirer med ønsket risiko.

## 1.4. 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 konsekvensene for hele økonomien raskt bli store. Av den grunn 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 norske finansielle systemet**.

### **Boks: Risikoer i det norske 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 fordi låntagere ikke kan gjøre opp for seg. Ved næringslån kan dette være risikoen knyttet til en sektor (for eksempel bygg og anlegg) eller til enkeltaktører.

**Likviditetsrisiko** er risikoen for at en finansinstitusjon ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller, uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger. Denne risikoen er særlig knyttet til forskjell i løpetid mellom bankers aktiva og passiva. Typisk har bankene innskudd som kunden disponerer uten oppsigelsestid, mens lånene bankene har gitt 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 endringer i markedspriser som renter, valutakurser, varepriser eller aksjekurser. De enkelte risikotypene benevnes ofte som renterisiko, valutakursrisiko, prisisiko og aksjekursrisiko.

**Operasjonell risiko** er knyttet til tekniske feil, menneskelig svikt og utilstrekkelige kontrollsystemer. Det kan gjelde mangelfulle prosedyrer, feil i IT-systemer,

regelbrudd, bedragerier, brann og terrorangrep eller lignende. Operasjonell risiko kan forårsake eller forsterke kreditt- eller likviditetsrisiko.

**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 oppstår ikke minst i internasjonale forretningsforhold, siden rettsgrunnlaget ofte er ulikt i de forskjellige landene.

Dersom en eller flere av disse risikoene blir tilstrekkelig store, kan det finansielle systemet stå i fare for å ikke 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 4/4 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 risiko 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 lovverket. Det kreves spesiell tillatelse fra myndighetene for å opprette institusjoner eller for å utføre spesielle tjenester innenfor dette systemet. Med tillatelsen følger omfattende krav til virksomheten som skal bidra til at den kan innfri framtidige forpliktelser. Myndighetene følger med på at kravene overholdes gjennom tilsyn. Dersom kravene ikke overholdes, kan tillatelsen bli inndratt.

Kravene kan være knyttet til mengden av kapital en institusjon 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.

Målet med regulering av bankene er både å gi personer og bedrifter tilgang til likvid og sikker verdioppbevaring, og å sikre tilliten til kontopenger som betalingsmiddel. Reguleringen skal også sørge for at bankene har nok kapital til å gi lån også i nedgangsperioder med tap i bankene. I finansmarkedene omfatter reguleringen ofte selve markedsplassen, for eksempel i form av hvilke grupper som skal kunne delta. Det er også klare krav til informasjon.

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 såkalte interbanksystemer, der bankenes betalinger seg i mellom blir gjort opp. På grunn av sin sentrale rolle i, og sitt ansvar for, betalingssystemet er Norges Bank her konsesjonsmyndighet.

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 til deler av systemet dersom det er nødvendig. Målet med tilsynsvirksomheten er dels å sikre at det finansielle systemets hovedoppgaver blir utført på en god måte og dels å beskytte forbrukernes interesser.

Bankene må være effektive og sikre for at betalingssystemet 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 også ansvar for at systemet som sådan fungerer.

Fordi konsekvensene av stans i det finansielle systemet kan være store, er det viktig å være forberedt på å håndtere problemsituasjoner. Hensikten er å begrense de negative konsekvensene dersom en problemsituasjon skulle oppstå. Finansdepartementet har en viktig rolle i koordineringen av de tre partenes virksomhet om det skulle oppstå en finansiell krise. Norges Bank kan bidra hvis det er mangel på likviditet, ved å låne penger mot godkjente sikkerheter til deltagerne i det finansielle systemet.

## 1.5. Internasjonale perspektiver

Alle de tre hovedoppgavene til det finansielle systemet utføres i stort omfang over landegrensene. Det er derfor betydelig internasjonalt samarbeid om regulering og tilsyn. «*Financial Stability Board*» (*FSB*) er et samarbeidsorgan som overvåker og gir anbefalinger om rammeverket for det globale finansielle systemet. Her deltar de største landene og de viktigste internasjonale institusjoner innenfor dette feltet. På bankområdet er *Baselkomiteen for banktilsyn* det viktigste internasjonale organet. Komiteen utarbeider forslag til regelverk for store internasjonale banker og søker å fremme internasjonalt banktilsynssamarbeid. Forslagene til regelverk blir innført, både for små og store banker i de fleste land. Det finnes tilsvarende internasjonale samarbeidsorgan innenfor forsikring, verdipapirer, betalingssystemer m.m.

Rammevilkårene for det finansielle systemet i Norge blir bestemt gjennom EØS-avtalen som regulerer vårt forhold til EU også på dette området. I prinsippet skal regelverket for det finansielle systemet være det samme for alle landene som omfattes av EØS-avtalen. Gjennom EØS-avtalen er det også et omfattende samarbeid om overvåking av og tilsyn med det finansielle systemet.

## 2. Finansmarkedene

Finansmarkedene er markedene for utstedelse og omsetning av finansielle instrumenter. I finansmarkedene kan sparere låne direkte til låntakere, uten å gå veien om finansinstitusjonene. 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 salgssønsker meldes inn og klareres. 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.**

### Boks: 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). En 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 en børs. For å bli notert kreves framleggelse 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 selve 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» (MTF)). MTF-ene er ofte eid og drevet av banker eller meglerhus, som på denne måten slipper å betale transaksjonsgebyrer til børsen. Normalt er det ikke mulig å notere verdipapirer på en MTF, og hvor mye informasjon som er tilgjengelig for investorene varierer. 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 framfor 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, men avtaler transaksjoner via telefon eller «chat» på et datanettverk. Mange obligasjoner omsettes i hovedsak på denne måten.

---

Finansmarkedene er også viktige for fordeling av risiko i økonomien. Når prosjekter og bedrifter finansieres gjennom innhenting av kapital i aksje- og obligasjonsmarkedene, spres risikoen på mange investorer og långivere. Dette kan både gi både 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 markedsplassene, men i noe mindre utstrekning enn hva som er tilfellet med finansinstitusjoner som banker og forsikringsselskaper. Les mer i *Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markedsplasser*.

## 2.1. 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**. En viktig aktør er banker. Markedet for inn- og utlån mellom banker kalles for interbankmarkedet og utgjør en stor del av pengemarkedet. Andre aktører, som staten og andre foretak, benytter seg også av pengemarkedet, i hovedsak gjennom utstedelse av sertifikater og veksler. Norges Bank er også en sentral aktør i pengemarkedet.

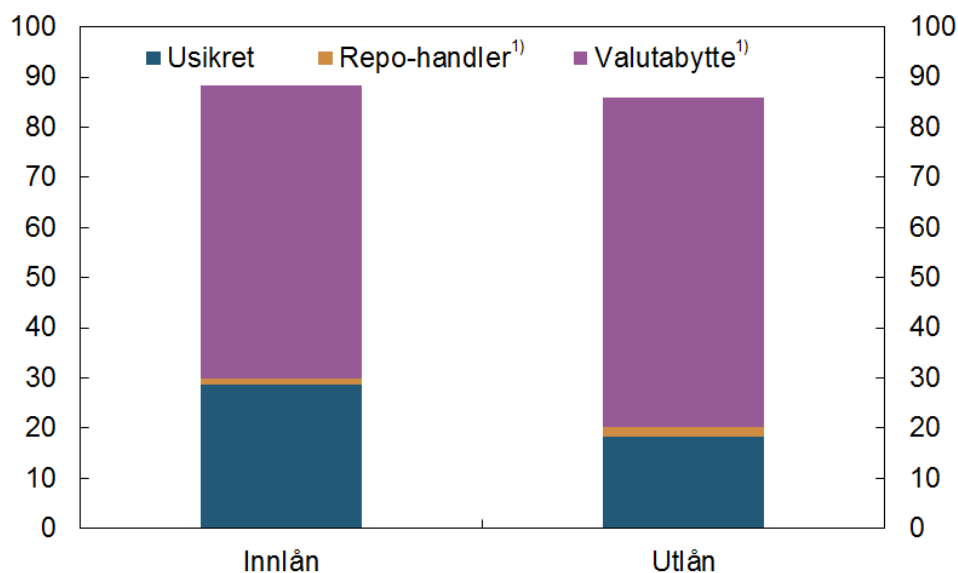
De viktigste instrumentene i pengemarkedet er sikrede lån i form av valutabytteavtaler, der banker utgjør den største gruppen, og usikrede lån i form av veksler og sertifikater. Det finnes også markeder for usikrede interbanklån, der lån over natten er viktigst, og gjenkjøpsavtaler (repoer).

Figur 2.1 er hentet fra Norges Banks pengemarkedsundersøkelse og viser daglig ut- og innlån fordelt på ulike instrumenter i april 2015, se [Pengemarkedsundersøkelse](#) på



Norges Banks nettsider\_ «Usikret» inneholder kun usikrede lån og innskudd, ikke sertifikater.

Figur 2.1 Inn- og utlån i pengemarkedet fordelt på instrument.  
Daglig gjennomsnitt. April 2015. Milliarder kroner



1) Se kapittel 2.1.4 for definisjon  
Kilde: Norges Bank

### 2.1.1. 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 3.2.1 *Bankens 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.

#### Boks: 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 de mest likvide, 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 kan bli lett 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 av natur mer likvide enn andre, men likviditeten i de fleste markeder varierer over tid. Under finansielle kriser kan likviditeten i mange markeder forverres.

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.

---

Forsikringsselskaper, finansieringsselskaper, kredittforetak og kommuner/fylkeskommuner deltar også i pengemarkedet når de har behov for å låne eller plassere midler over korte perioder. Forsikringsselskapene plasserer størstedelen av sine midler i verdipapirer med lang løpetid, men plasserer også midler kortsiktig i pengemarkedet for å kunne dekke sine nærmeste utbetalinger. For private foretak 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 banksystemet. Norges Bank tilbyr også stående innskudds- og utlånsfasiliteter til bankene som en del av likviditetsstyringen, se **Boks: Norges Banks likviditetsstyringssystem og overnattenrenten**.

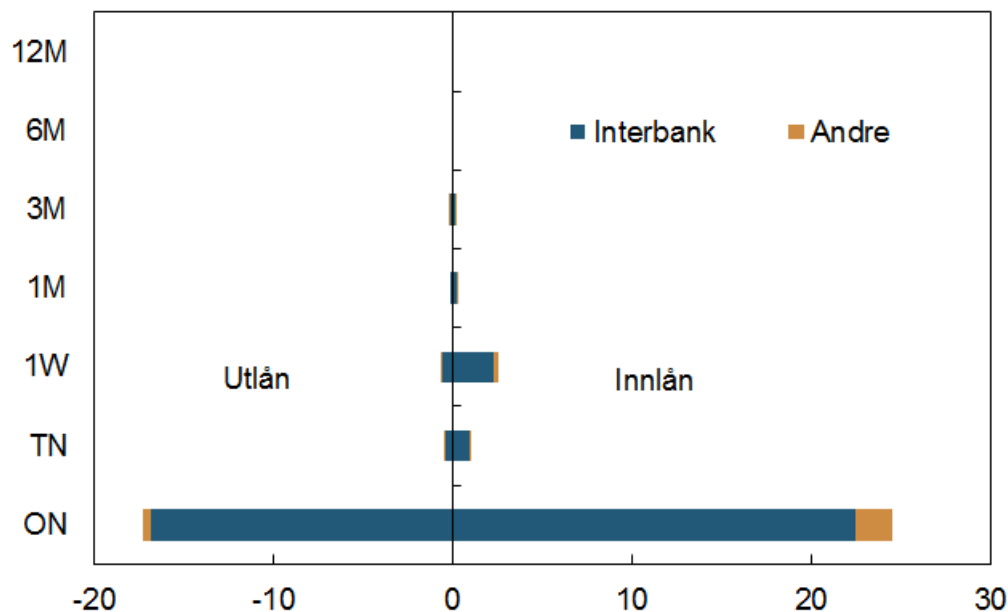
## 2.1.2. Usikrede pengemarkedsinstrumenter

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.

### 2.1.2.1. Interbanklån og -innskudd

I det usikrede interbankmarkedet kan bankene låne og plassere hos hverandre. Hoveddelen av aktiviteten skjer med svært korte løpetider, særlig over natten, se figur 2.2.

Figur 2.2 Usikrede ut- og innlån i pengemarkedet fordelt på løpetid.<sup>1</sup>  
Daglig gjennomsnitt. Milliarder kroner. April 2015



1) 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)

Kilde: Norges Bank

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.

### Boks: 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 fast rente og gitt løpetid. F-innskudd er innskudd til en fast rente og gitt løpetid. Slike operasjoner 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 overnattenlån (D-lån) og belastes Norges Banks utlånsrente til bankene, den såkalte D-lånsrenten.

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 (jfr. figur 2.3). 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.

### 2.1.3. Sertifikater 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 foretak, kredittforetak og andre private foretak 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 valutabytteavtaler (swap-markedet), se *kapittel 2.1.4 Sikrede pengemarkedsinstrumenter*.

Sertifikater utstedt av staten kalles for statskasseveksler og er statens kortsiktige opplåning. Statskasseveksler utstedes som nullkupongpapirer med løpetid inntil ett år. 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 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.

### 2.1.4. 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.

#### 2.1.4.1. 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 fram 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). Varigheten på slike avtaler er normalt mellom én uke og én måned. I tillegg gjøres det gjenkjøpsavtaler med utenlandske papirer som sikkerhet, og såkalte «tri-party-repos»: repo (gjenkjøpsavtale) hvor de to partene som inngår kontrakten lar en tredje part håndtere utvekslingen av ytelser mellom de to partene. 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.

#### 2.1.4.2. 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 framtidig tidspunkt til en kurs avtalt i dag. Denne framtidige 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.

#### **Boks: 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 fram 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 framtidige 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 framtidig rentesats, for eksempel 6-måneders renten om 3 måneder. Kontrakten gjøres opp samme dag som den framtidige renteperioden starter, ofte IMM-datoer, på grunnlag av forskjellen mellom den avtalte renten og en valgt referanserente.

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 fram 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 fram 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 framtidige 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).

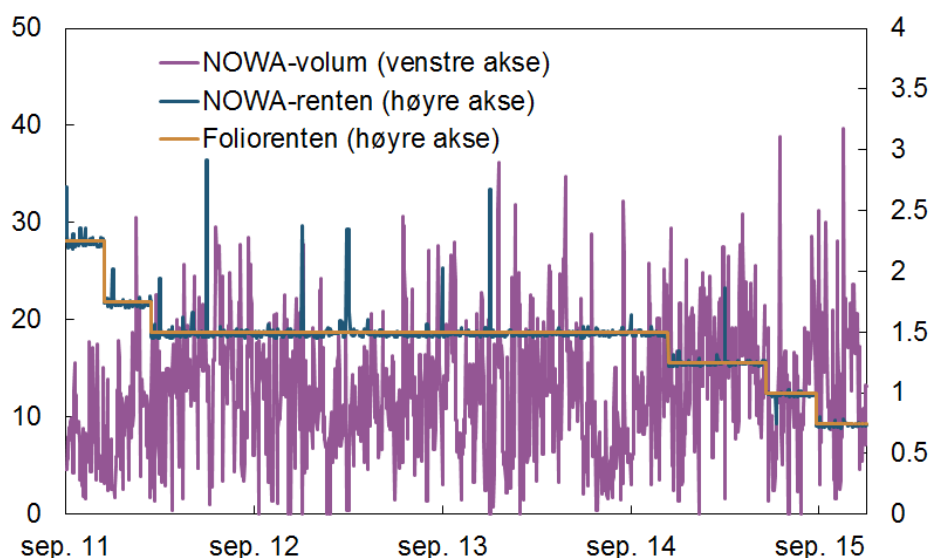
En «Credit Default Swap» (CDS) er en forsikring mot mislighold av en obligasjon eller en indeks av obligasjoner. Selgeren av en CDS vil kompensere kjøperen av kontrakten dersom den underliggende obligasjonen misligholdes. CDS-prisen sier derfor noe om hvordan markedet vurderer sannsynligheten for mislighold.

## 2.1.5. 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 12,6 milliarder kroner, se figur 2.3. 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 og ikke-finansielle foretak. Den publiseres daglig, se [Finans Norges hjemmesider](#). NOWA-renten er den første norske pengemarkedsrenten som noteres basert på faktiske handler og har i gjennomsnitt vært et halvt basispunkt lavere enn renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten) siden den ble innført, se figur 2.4.

Figur 2.3 NOWA-renten og rapportert omsatt utlånsvolum  
Rente i prosent. Volum i millioner kroner



Kilde: Norges Bank

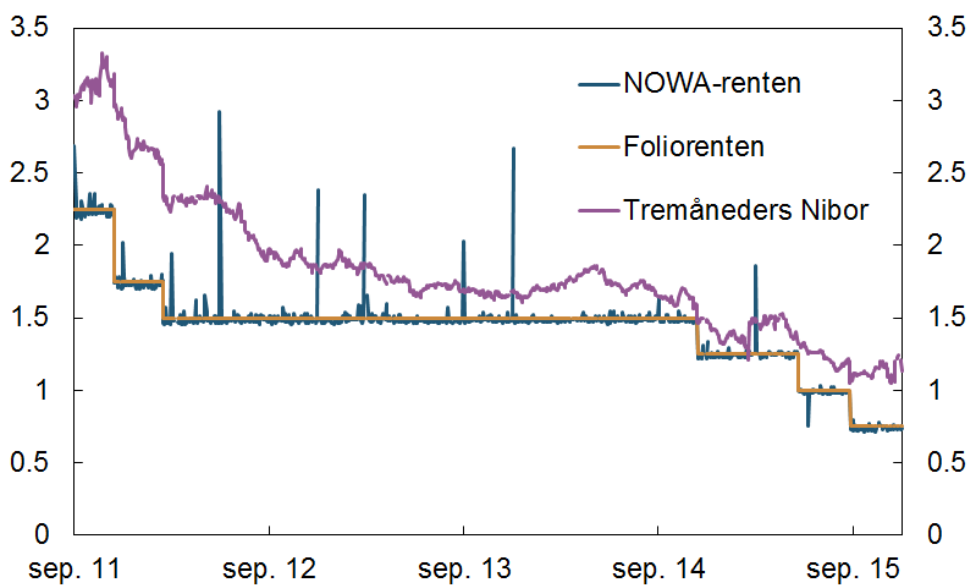
Den viktigste referanserenten i Norge er den indikative renten, Nibor («Norwegian Inter Bank Offered Rate»). At Nibor er indikativ betyr at den ikke er basert på faktiske handler, men på et utvalg av bankers beste anslag på hva renten ville vært dersom handler ble gjennomført. Det er seks banker som 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](#)



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.

Figur 2.4 Foliorenten og korte pengemarkedsrenter. Prosent. 2011-2015



Kilde: Norges Bank

### 2.1.6. Markedet for rentederivater

Rentederivater er mye brukt for å sikre seg mot svingninger i rentene. Banker er en viktig aktør 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 foretak. 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 referanserate, se *Boks: Derivater i kapittel 2.1.4*. 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 venter 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 framtidig renteavtale (FRA) brukes i hovedsak til å ta posisjoner ut fra forventninger om tremåneders Nibor på et framtidig 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 framtidig 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 et kjøp av en rentebytteavtale.

### 2.1.6.1. Aktører i markedet for rentederivater

Aktørene i rentederivatmarkedene kan deles inn i prisstillere og sluttbrukere. Prisstillerne er verdipapirforetak, 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 finansinstitusjoner, 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. Staten brukte rentebytteavtaler mellom 2005 og 2014. Dette reduserte statsgjeldens rentebindingstid ved at staten inngikk avtaler om å motta faste renter og betale flytende renter. En begrunnelse for å inngå rentebytteavtaler i statsgjeldsforvaltningen har vært at kort rentebindingstid kan gi lavere rentekostnader enn lang rentebindingstid.

### 2.1.6.2. 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 2013 var 119 milliarder amerikanske dollar målt ved underliggende nominell verdi. Aktiviteten var størst i framtidige renteavtaler (FRA) og rentebytteavtaler, henholdsvis 76 og 43 milliarder amerikanske dollar. Omsetningen i renteopsjoner var 50 millioner amerikanske dollar. For mer informasjon om BIS undersøkelsen, se [Norges Banks nettsider](#).

## 2.2. 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 betales tilbake 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 en møteplass for aktører som har behov for langsiktige lån og aktører som vil spare langsiktig. Utstederne av obligasjoner låner penger i førstehåndsmarkedet gjennom å emittere obligasjoner, som kjøpes av investorer. De største utstederne i obligasjonsmarkedet er banker og kredittforetak, staten og ikke-finansielle foretak. Blant de største investorgruppene finner vi livsforsikringselskaper 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 2.1 Pengemarkedet*.

### **Boks: Renter og risikopåslag på obligasjoner**

Renten på en obligasjon er den kompensasjonen investoren krever for å låne ut penger til utstederen. I tillegg til forventninger om framtidig rente, kan renten inneholde risikopåslag som skal kompensere investorer for ulike typer risiko. Risikopåslaget blir gjerne delt inn i premier for løpetidsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Størrelsen på risikopremiene vil reflektere hvor stor usikkerheten er, og hvor mye kompensasjon investorene krever for å ta på 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.

Løpetidsrisikopremier 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 framtiden. 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.

Kreditrisikopremien skal kompensere investorene for tapene på obligasjonen dersom utsteder ikke greier å betale avtalte renter og avdrag.

Likviditetsrisikopremien skal kompensere for at det kan bli vanskeligere enn ventet å få solgt obligasjonen i markedet uten å redusere prisen, dersom investoren ønsker å selge den før forfall.

Siden usikkerheten om framtidig utvikling normalt øker med løpetiden på obligasjonen, har obligasjoner med lengre gjenværende løpetider normalt større påslag for løpetid-, kreditt- og likviditetsrisiko enn tilsvarende obligasjoner med kortere 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 investorens kompensasjon for å velge en risikabel investering framfor et risikofritt alternativ.

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

---

### **2.2.1. Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet**

Det finnes mange typer obligasjoner, der blant annet løpetid, rentevilkår og prioritet ved konkurs vil variere. I dette avsnittet gir vi en kort gjennomgang av noen sentrale begreper ved klassifisering av obligasjoner.

#### **2.2.1.1. Løpetid**

Obligasjoner har løpetid fra ett år og oppover, ofte opp mot 20-30 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 avtalt kurs.

#### **2.2.1.2. 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 er 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 fram til forfall og hele pålydende ved forfall.

Kupongrenten som betales underveis kan være fast eller flytende. Obligasjoner med flytende rente betaler en (kortsiktig) referanserente pluss et fast risikopåslag, se *Boks: Renter og risikopåslag på obligasjoner*. For slike obligasjoner vil rentesatsen variere med rentenivået i økonomien. Obligasjoner med fast rente betaler en på forhånd fastsatt nominell rentesats i hele lånets løpetid. For slike obligasjoner vil den nominelle rentesatsen 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. Noen obligasjoner har også såkalt renteregulering, som gjør at renten kan endres underveis i lånets løpetid etter nærmere bestemte regler.

### 2.2.1.3. Prioritet

En obligasjon representerer en gjeldspost på utstederens balanse. Ved konkurs har ulike typer obligasjoner ulik prioritet til tilbakebetaling. Hvilken prioritet en obligasjon har, vil påvirke hvor stor kompensasjon investorene krever for å investere i obligasjonene.

Sikrede obligasjoner har pant i eller fortrinnsrett til bestemte eiendeler på utstедers 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 i kapittel 2.2.2*. 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, tape først dersom låntaker går konkurs. Sist i prioritetsrekkefølgen, etter all obligasjonsgjelden, kommer egenkapitalen.

Konvertible obligasjoner innebærer at obligasjonseierne kan konvertere eller bli pålagt å konvertere 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 dermed innebære at obligasjonseiere tar tap før egenkapitalen er fullstendig nedskrevet.

## 2.2.2. Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet?

Det norske obligasjonsmarkedet omfatter obligasjoner som utstedes under norsk lovgivning. Ved utgangen av 2015 var utestående volum 1728 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, se tabell 2.1. Også norske kommuner finansierer seg i noen grad gjennom utstedelse av obligasjoner i det norske markedet.

**Tabell 2.1: Utstedergrupper i det norske obligasjonsmarkedet**

Utestående volum i milliarder kroner ved utgangen av året

	2013	2014	2015
Banker og kredittforetak	816	776	771
Statsforvaltningen	289	344	338
Kommuneforvaltningen	61	75	83
Norske ikke-finansielle foretak	227	257	269
Utlandet	227	258	251
Øvrige	17	19	16
<b>SUM</b>	<b>1 638</b>	<b>1 728</b>	<b>1 728</b>

Kilde: SSB

### 2.2.2.1. Staten

Staten er den største enkeltutstederen i det norske obligasjonsmarkedet. Disse obligasjonene kalles statsobligasjoner, og ved utgangen av 2015 var utestående volum i markedet for norske statsobligasjoner litt i underkant av 340 milliarder kroner. I tillegg hadde staten utestående 86 milliarder kroner i statskasseveksler, som er nærmere omtalt i kapittel 2.1 *Pengemarkedet*. Statsobligasjonene er «bullet bonds», det vil si med årlig betaling av en fast rente, og de utstedes i norske kroner.

I internasjonal sammenheng er det norske statspapirmarkedet lite. Dette 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 valutareservene. Den norske stat er netto fordringshaver på utlandet, men har likevel behov for en likviditetsreserve for å dekke daglige utbetalinger. Staten låner også for å finansiere utlån til og kapitalinnskudd i statsbankene og andre statlige låneordninger. De siste årene har statens lånebehov økt på grunn av økte utlån både fra Husbanken og boliglånsordningen i Statens pensjonskasse, i tillegg til at staten overtok eksportfinansieringsordningen i 2011, se *Eksportfinans' hjemmesider*. Det har bidratt til en økning i utestående volum av statsobligasjoner.

Statsobligasjoner er fordringer på staten, og kredittrisikoen i obligasjonene regnes som svært lav. Statsobligasjoner kjennetegnes også av at de er likvide. Det vil si at de relativt lett kan selges uten store kursfall. Statsobligasjonene har derfor en 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, selv om det er lite brukt som referanserenter i Norge (se *Boks: Renter og risikopåslag på obligasjoner i kapittel 2.2*). I Norge søker staten gjennom sin opplåning å spre lånene på ulike løpetider slik at det skal finnes referanserenter for statspapirer med løpetider opptil ti år. Statens opplåning bidrar på den måten til et mer velfungerende finansmarked.

### 2.2.2.2. Kommuner og fylker

Norske kommuner og fylkeskommuner er en mindre utstedergruppe i det norske obligasjonsmarkedet, og utestående volum fra denne sektoren utgjorde om lag 5 prosent av markedet ved utgangen av 2015. Kommunene låner også mye gjennom Kommunalbanken, som i hovedsak henter finansieringen i utenlandske obligasjonsmarkeder.

### 2.2.2.3. Banker og kredittforetak

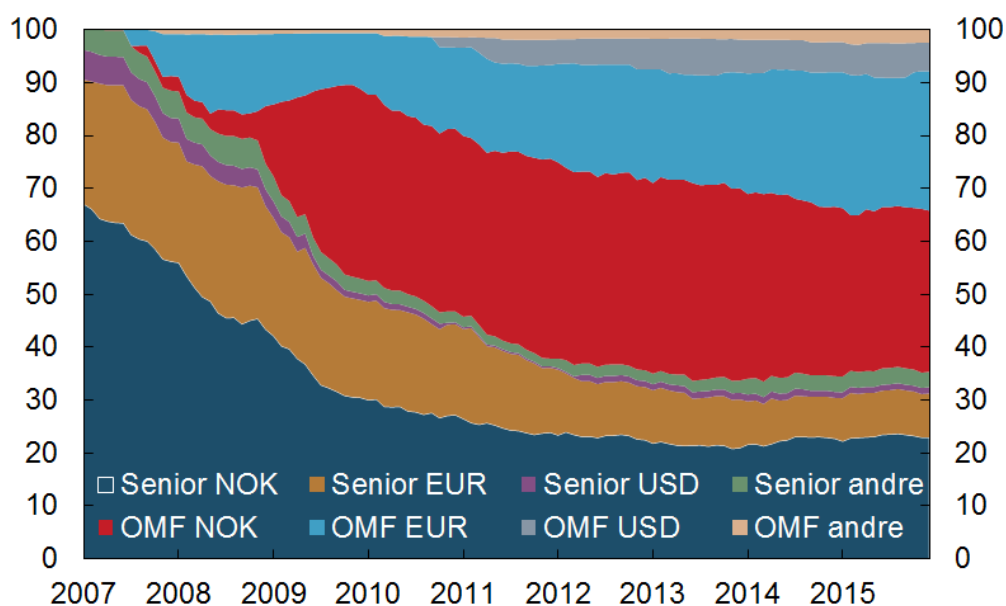
Banksystemet består av banker og bankeide kredittforetak og er samlet sett den største utstedergruppen i det norske obligasjonsmarkedet. Utestående volum fra denne sektoren samlet var 771 milliarder kroner ved utgangen av 2015, som utgjør om lag 50 prosent av utestående volum i markedet. Det er vanlig 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.**

## **Boks: Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet**

Norske banker og kredittforetak henter store deler av sin obligasjonsfinansiering i utenlandsk valuta. Ved utgangen av 2015 var om lag 45 prosent av obligasjonsfinansieringen utstedt i utenlandsk valuta, se figur 2.5. Mesteparten av obligasjonene er utstedt i euro, men bankene utsteder også obligasjoner i blant annet 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 2.1*. 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 framtida. 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.

Figur 2.5 Norske bankers obligasjonsgjeld. Fordelt på valuta og type. Norske banker og OMF-foretak. Prosent



Kilder: Stamdata og Bloomberg

Slike 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 fram 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.

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 2015 456 milliarder kroner, eller litt over 25 prosent av hele det norske obligasjonsmarkedet.<sup>1</sup> De fleste bankene eier kredittforetak i fellesskap med andre banker, mens de større bankene har egne kredittforetak. Gjennom utstedelse av OMF via felleseide kredittforetak, kan også mindre banker få tilgang til et større finansieringsmarked. Mesteparten av OMF-

<sup>1</sup> Inkluderes OMF utstedt av KLP Kommunekreditt, som utsteder OMF med sikkerhet i offentlig garanterte utlån, var utestående volum 472 milliarder kroner ved utgangen av 2015.



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 da det var vanskeligere å utstede obligasjoner, kunne bankene bytte inn sine egne OMF i mer likvide statskasseveksler, gjennom den såkalte bytteordningen med staten. Dette bidro til en markert økning i utestående volum i perioden 2009-2010. Bytteordningen ble avsluttet i 2014.

### **Boks: Lån med sikkerhet**

Enkelte utstedere kan ha garantier på sine obligasjonslån. Disse lånene regnes som spesielt sikre siden garantisten må betale dersom låntaker ikke kan gjøre opp for seg. Lånene regnes som aller sikrest når det er staten som er garantist. Andre obligasjonslån kan ha bestemmelser som ved konkurs gir obligasjonseierne pant i eiendeler eller fortrinnsrett framfor 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». OMF gir investorene fortrinnsrett til en definert masse av særlig trygge eiendeler på utstедers 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 meste av sikkerhetsmassen i de norske OMF-ene. Etter det såkalte balansekravet må verdien av sikkerhetsmassen til enhver tid overstige verdien av utestående OMF. Det er det enkelte kredittforetakets ansvar å sørge for at deres sikkerhetsmasse til enhver tid oppfyller kravene. Det er også vanlig at kredittforetakene overoppfyller balansekravet, gjennom å stille mer sikkerhet til disposisjon enn verdien av utestående OMF. Det kalles overpantsettelse og gir investorene en ekstra sikkerhet mot at verdien av sikkerhetsmassen skal reduseres, for eksempel ved boligprisfall. «Covered bonds» har stått sentralt i boliglånsfinansieringen i flere europeiske land i lang tid, blant annet i Sverige, Danmark 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*.

**Verdipapiriserte obligasjoner («Asset Backed Securities» (ABS)):** Verdipapirisering innebærer at utsteder selger bestemte eiendeler til et juridisk separat spesialforetak, som finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner med sikkerhet i eiendelene i markedet, se *«Verdipapirisering» Norges Bank Penger og Kreditt 3/1994*. Til forskjell fra «covered bonds» er ABS-er normalt ikke underlagt et regelverk som definerer hva slags eiendeler som kan benyttes som sikkerheter. Hva slags type eiendeler som inngår i sikkerhetsmassen, vil variere og reguleres i den enkelte låneavtalen. I motsetning til for covered bonds/OMF er det normalt ikke noe krav om at utsteder må opprettholde verdien av sikkerhetsmassen. Kredittrisikoen i sikkerhetsmassen blir dermed fullt ut overført til investorene. Det er heller ikke kapitalkrav til et spesialforetak. ABS-ene deles inn etter kvalitet og løpetid i såkalte transjer med ulik risikoprofil. Transjene med høyest risiko, men også høyest rente, må

ta tapene først. Investorene kan justere sin risikoprofil gjennom hvilken transje av obligasjonen de kjøper. Verdipapirisering er utbredt i boliglånsfinansieringen 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 er det heller ikke lenger anledning til 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 det utestående volumet av seniorobligasjoner fra banksystemet falt, i takt med at OMF har tatt over mer av boligfinansieringen. Seniorobligasjoner er imidlertid fremdeles en viktig finansieringskilde for utlån som ikke kvalifiserer for utstedelse av OMF. Seniorobligasjonene er i hovedsak «bullet bonds» med flytende rente.

Bankene utsteder også ansvarlige lån og hybridkapital. Disse instrumentene kan bankene benytte for å oppfylle deler av sin lovpålagte kapitaldekning. Les mer om dette i *kapittel 2.2.1 Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet* og i *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

---

#### 2.2.2.4. Ikke-finansielle foretak

For ikke-finansielle foretak er obligasjonslån et alternativ til å låne i bank. De aller fleste norske foretak er for små til å utstede obligasjoner, og det aller meste av kredittformidlingen til foretakene skjer gjennom bankene. De siste årene har imidlertid et økende antall ikke-finansielle foretak hentet finansiering i det norske obligasjonsmarkedet, og utestående volum har økt betydelig, til om lag 400 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Mye av økningen har kommet de siste årene. Det norske regelverket for obligasjonsutstedelse er mer kortfattet og standardisert enn i mange andre land. Dette har trolig bidratt til at også flere mindre aktører har kunnet benytte seg av markedet.

Foretakene 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 låne i banksystemet.

Mens det tidligere i hovedsak var foretak 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 foretak med høy kredittrisiko, såkalte høyrisikoobligasjoner. Ved utgangen av 2015 utgjorde slike obligasjoner i underkant av 60 prosent av utestående obligasjoner fra ikke-finansielle foretak. Markedet for høyrisikoobligasjoner har vokst fram 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

kan gi foretakene mer forutsigbarhet. Blant ikke-finansielle foretak er det relativt vanlig at obligasjoner utstedes med sikkerhet i bestemte eiendeler. Det gjelder særlig for foretak innen eiendom, olje, gass og skipsfart, der bygninger, skip, oljerigger eller andre anleggsmidler benyttes som panteobjekter.

### 2.2.3. Hvem investerer i obligasjonsmarkedet?

De største investorgruppene i det norske obligasjonsmarkedet er livsforsikringsselskaper, pensjonskasser, banker og verdipapirfond, se tabell 2.2. I statspapirene er utlendinger den dominerende investorgruppen. Sammenliknet med andre lands statspapirmarkeder, er eierandelen til utenlandske investorer høy i Norge.

#### Tabell 2.2: Investorer i det norske obligasjonsmarkedet

Beholdning i milliarder kroner ved utgangen av året

	2013	2014	2015
Banker og kredittforetak	412	438	397
Verdipapirfond	156	228	241
Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser	383	364	350
Skadeforsikringsselskaper	57	59	72
Statsforvaltningen	162	89	92
Utlandet	389	470	490
Øvrige	78	80	85
<b>SUM</b>	<b>1 638</b>	<b>1 728</b>	<b>1 728</b>

Kilde: SSB

Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser har langsiktige forpliktelser og har tradisjonelt investert i obligasjoner med lang løpetid og lav kredittrisiko. Disse aktørene er derfor en stor investorgruppe i statsobligasjoner, OMF og kommuneobligasjoner, men kjøper også obligasjoner utstedt av ikke-finansielle foretak med lav kredittrisiko. I mange tilfeller holder de obligasjonene til de forfaller. De siste årene har livsforsikringsselskapene 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 3.5 Forsikringsselskaper* og i *kapittel 3.6 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 deler av sin beholdning av likvide papirer i markedet. 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 3.2.6 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 sine kunder. Enkelte fond investerer bare i statsobligasjoner, mens andre kjøper høyrisikoobligasjoner. Verdipapirfondene er den største investorgruppen i

bankobligasjoner og kjøper også OMF og kommunepapirer. Les mer i *kapittel 3.7 Verdipapirfond*.

#### **2.2.4. 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. Utstedere kan øke utestående volum i et obligasjonslån flere ganger i førstehåndsmarkedet. Slike utvidelser kalles på engelsk «tap issues» eller «reopenings».

##### **2.2.4.1. Auksjoner**

Statsobligasjonene utstedes gjennom hollandske auksjoner på Oslo Børs. Hollandsk auksjon betyr at budgiverne legger 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. Norges Bank bestemmer hvor stort volum som får tildeling. Alle som får tildeling i auksjonen, betaler den samme kursen, som er lik den laveste kursen som ble gitt tildeling i auksjonen. Å auksjonere statsobligasjonene sikrer lave lånekostnader for staten og lik adgang for alle som ønsker å delta. Mens hollandsk auksjon betyr at alle betaler samme pris, innebærer amerikansk auksjon at budgiverne betaler den prisen de har bydd.

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 gitt et mandat fra Finansdepartementet for forvaltningen av den norske statsgjelden. Det annonseres regelmessig når Norges Bank skal gjennomføre auksjoner og hvor mye det tas sikte på å låne. Hensikten med dette er blant annet å gi investorene mindre usikkerhet, bidra til større transparens i markedet, og dermed også kunne gi lavere lånekostnader for staten.

##### **2.2.4.2. Bokbyggingsprosesser**

Mens statsobligasjonene utstedes gjennom auksjoner, utstedes andre større obligasjonslån gjennom det som kalles bokbyggingsprosesser. En slik prosess begynner med at utsteder 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 ønsker å betale. Meglerhusene hjelper utsteder 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. Utsteder kan justere volum og pris på obligasjonen avhengig av hvordan interessen i markedet viser seg å være. 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 tilretteleggerne får betalt av utsteder for disse 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.

### 2.2.4.3. 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 til investorens ønsker. En utsteder kan foretrekke en rettet emisjon framfor å hente finansiering i markedet ved markedsuro eller hvis utstederen ønsker fleksibilitet i valg av volum og løpetid.

### 2.2.5. 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 4.3 Verdipapiroppgjørssystemet](#).

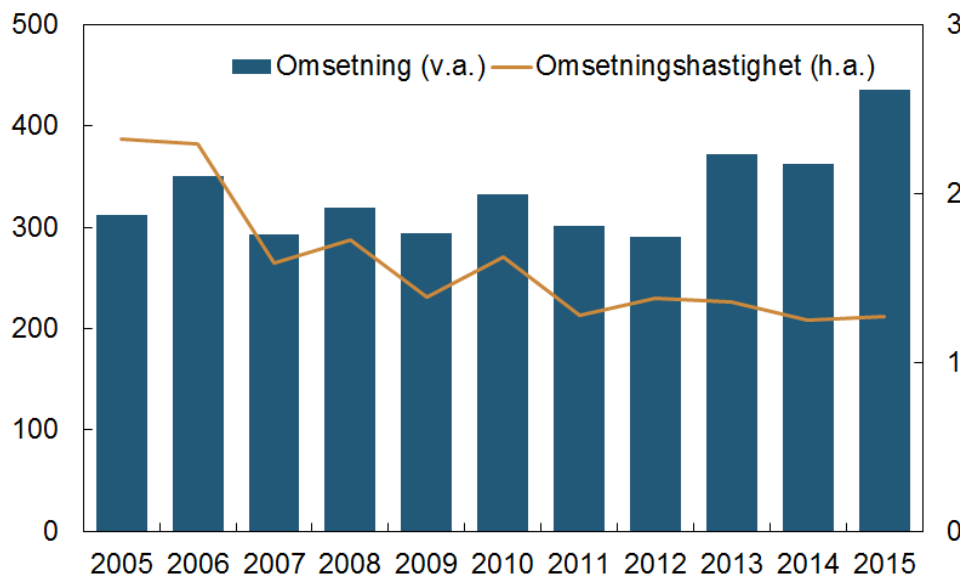
Obligasjoner som er ventet å bli mye omsatt i annenhåndsmarkedet, noteres gjerne på børs. Børsnoterte lån er også tilgjengelige for elektronisk handel på børsens elektroniske handelsplattform. Noen investorer stiller krav om at lånene de investerer i, skal være notert på børs. Gjennom børsnotering kan 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 2.2](#). Obligasjoner kan også registreres på alternative markeds plasser, som Oslo ABM («Alternative Bond Market»), som er underlagt mindre omfattende rapporteringskrav.

### 2.2.5.1. 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 opptrer dermed som market-makere 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, mens det meste avtales direkte mellom aktørene. Primærhandlerne markedsfører også statslånene overfor investorer i både inn- og utland. For at primærhandlerne skal kunne stille salgskurser til enhver tid, har de anledning til å låne papirer av staten ved behov. For dette formålet har staten selv en egenbeholdning i alle sine papirer. Staten kan låne ut statspapirer til primærhandlerne på forespørsel for inntil en uke av gangen.

I internasjonal sammenheng er den børsregistrerte omsetningen i norske statspapirer lav. De siste 15 årene har omsetningshastigheten falt betydelig, se figur 2.6. 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, noe som er én indikator på et likvid marked.

Figur 2.6 Omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs og omsetningshastighet. Milliarder kroner



Kilde: Oslo Børs

<sup>2</sup> Ved utgangen av 2015 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.

Handel mellom aktører som ikke er registrert på Oslo Børs, fanges ikke opp i denne statistikken. 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.

### 2.2.5.2. Annenhåndsmarkedet for andre obligasjoner

Også for andre obligasjoner gjennomføres det meste av handelen i annenhåndsmarkedet via obligasjonsmeglere. Meglerhus opptrer som market-makers, også for andre papirer enn statspapirer. I motsetning til i statspapirmarkedet er det ikke noe 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.

### 2.2.6. 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.

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

## 2.3. Valuta

Valuta er den generelle betegnelsen på lands pengeenheter. 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. Den 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 2.3.3 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 4.2.4. Valutaoppgjørssystemet CLS*. Det er en egen standard for betegnelse av valutaer, se **Boks: Valutakoder (ISO 4217)**.

### **Boks: 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 overflødig. 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 valutsorten. 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.

---

#### **2.3.1. 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.



## 2.3.2. Instrumenter i valutamarkedet

### 2.3.2.1. 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.

### 2.3.2.2. 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.

### 2.3.2.3. Valutaderivater

Valutaswapper (valutabytteavtaler) 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 reverseres 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.

De mest brukte derivatene i valutamarkedet er valutaswapper (se avsnitt over) og valutaopsjoner, se *Boks: Derivater i Kapittel 2.1*. 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 kapittelet.

## 2.3.3. 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 vil ta seg betalt for å gi kredittlinjer. Slike aktører vil ofte basere valutahandelen på såkalte algoritmer.

En algoritme er en matematisk modell som benyttes for å ta avgjørelser om investeringer i finansmarkedene. Algoritmer kan for eksempel programmeres til å dele opp store transaksjoner i mange små handler for å begrense kursutslagene. De kan også 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, og i 2013 stod algoritmer for om lag 2/3 av omsetningen på EBS. Algoritmer kan endre priser svært mange ganger i løpet av et sekund. Elektroniske markedsplasser som 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».

### 2.3.3.1. Elektronisk valutahandel

Elektronisk valutahandel har vokst fram 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 Thomson Reuters, og er den største internasjonale handelsplattformen for handel i valutakryss som EUR/USD, USD/JPY, EUR/JPY, USD/CHF og EUR/CHF. 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 GBP/USD, EUR/GBP, valutaer i Det britiske samveldet (AUD/USD, NZD/USD og USD/CAD), nordiske valutaer (EUR/NOK, EUR/SEK og EUR/DKK) og flere valutaer i framvoksende økonomier. Markedet er i hovedsak delt mellom Thomson Reuters og EBS, men det har etterhvert blitt etablert mange forskjellige elektroniske handleplattformer for valuta. Dette er plattformer hvor mange banker stiller priser («multibank») eller plattformer driftet av en enkelt bank («single bank»). En av de største multibank-plattformene er FXAll, som i 2012 ble kjøpt av Thomson Reuters. En annen aktør er HotSpot FX. Av enkeltbankplattformer er Deutsche Bank og Saxobanks blant de mest kjente. 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 kontoutskrifter 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 2014 brukte mer enn 10 800 finansinstitusjoner i over 200 land systemet, og det ble sendt mer enn 5,6 milliarder meldinger via SWIFT. Hovedkontoret ligger i Brussel.

### 2.3.3.2. Omsetningen i norske kroner

Fordi valutamarkedet ikke er en sentralisert markedsplass, er det vanskelig å få en fullstendig oversikt over all aktivitet som foregår. Siden 1989 har BIS hvert tredje år gjennomført en global undersøkelse av aktiviteten i valutamarkedet. For mer informasjon, se [BIS' nettsider](#).

Undersøkelsen er omfattende, og da den ble gjennomført i 2013, deltok rundt 1300 finansinstitusjoner i 52 land. Undersøkelsen viste at den gjennomsnittlige daglige

omsetningen i det norske valutamarkedet var på 124 milliarder norske kroner i april 2013, jf Tabell 2.3. Les mer på [Norges Banks nettsider](#). I underkant av 13 prosent av omsetningen var i spotmarkedet, mens over 85 prosent var i terminmarkedet. Resten var valutaopsjoner og basisswapper. Det aller meste av omsetningen i terminmarkedet var valutawapper. Omsetningen i valutaopsjoner og basisswapper var begrenset i forhold til omsetningen i valutawapper. Omsetningen i basisswapper har imidlertid tatt seg opp etter at norske kredittforetak i juni 2007 fikk tillatelse til å utstede OMF. Andelen av omsetningen i norske kroner som skjer i spotmarkedet, har vært fallende siden 1998. Den nedadgående trenden må sees i sammenheng med at innføringen av euro i 1999 bidro til mindre behov for å veksle valutaer.

**Tabell 2.3 Gjennomsnittlig daglig omsetning i det norske valutamarkedet i april hvert år.**

NOK milliarder og prosentvis andel

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
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%)
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%)
-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%)
-Herav valutawapper	42,9 (64,0%)	82,0 (69,6%)	77,5 (77,5%)	156,2 (81,2%)	103,7 (79,0%)	103,5 (83,2%)
Valutabytteavtaler (basisswapper)	-	0,2 (0,1%)	0,1 (0,1%)	0,3 (0,2%)	2,4 (1,8%)	0,9 (0,8%)
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%)
Total	67,0 (100%)	117,9 (100%)	100,0 (100%)	192,5 (100%)	131,4 (100%)	124,3 (100%)

Kilder: Norges Bank, BIS

I spotmarkedet for norske kroner er det mest omsetning av euro, mens det i terminmarkedet for norske kroner er mest omsetning av amerikanske dollar. Hvis 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 amerikanske 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 britiske pund mot andre valutaer. I terminmarkedet er amerikanske dollar toneangivende valuta.

### 2.3.3.3. Referansekurser

I Norge har Oslo Børs notert valutakurser siden børsen åpnet i 1819. Oslo Børs hadde ansvar for de offisielle kursnoteringene i Norge fram til 1. september 2001, da tok Norges Bank over ansvaret. Kursnoteringen blir normalt gjort klokken 14:15 hver dag i samarbeid med Den europeiske sentralbanken (ESB) og en rekke andre sentralbanker. Kursene er ikke bindende for Norges Bank og er kun ment å gi et øyeblikksbilde av valutamarkedet. Referansekursene har hittil blitt publisert rundt klokken 14:30. ESB

har imidlertid vedtatt at med virkning fra 1. juli 2016 vil offentliggjøringen bli utsatt til rundt klokken 16:00. Bakgrunnen for dette er at ESB mener at kursene kun er til informasjon og at de ikke ønsker at disse kursene skal benyttes 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 valutakurser når det gjelder poster i utenlandsk valuta i 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 Thomson Reuters. Denne kursen er mye brukt blant internasjonale banker og forvaltere i verdivurdering 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 store posisjoner i forkant av tidspunktet for kursnoteringene, og en rekke store internasjonale banker har i etterkant fått store 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 «Thomson Reuters Matching» som hentes inn til kursnoteringen.

#### **2.3.4. 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. Likevel vil det som regel også være behov for å skaffe seg kontanter i lokale valutaer for å betale diverse utgifter. Bankene i Norge har de siste årene redusert muligheten for 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.

## **2.4. Aksjer**

En aksje er en eierandel i et foretak. Aksjemarkedet er et marked for omsetning av aksjer. Aksjemarkedet fordeler kapital og risiko mellom investorer og selskaper/prosjekter.

#### **2.4.1. Organisering og finansiering av foretak**

En som skal starte en bedrift, må bidra med egne midler. Egenkapital er en forutsetning for å få lån i banker eller i markeder både ved oppstart av en bedrift og for etablerte bedrifter. Egenkapitalen og eventuelle lån, kalt gjeld eller fremmedkapital, brukes til å finansiere kjøp av maskiner, varer og annet utstyr som bedriften trenger i sin daglige virksomhet.

Avkastning på egenkapital kommer i form av verdistigning og utbytte. Ved konkurs har egenkapitalen prioritet etter fremmedkapitalen. Følgelig er det knyttet større risiko

til egenkapitalplasseringer enn til plasseringer i fremmedkapital. Større risiko innebærer at egenkapital over tid bør gi høyere avkastning enn fremmedkapital. Den forventede avkastningen er høyere. Høy egenkapitalandel bedrer et foretaks mulighet til å overleve perioder med underskudd og gjør det også lettere å tiltrekke seg ny fremmedkapital. Foretak som opererer i en bransje med store svingninger i inntjeningen, har normalt høyere egenkapitalandel enn foretak i bransjer med mer stabil inntjening.

Det er stor risiko ved oppstart og drift av bedrifter, og det kan være nødvendig med mye egenkapital. En bedriftsgrunnlegger (gründer) kan derfor ønske eller være nødt til å få egenkapital fra og dermed dele risikoen med andre. Det kan skje ved at det blir utstedt aksjer eller eierandeler i virksomheten. Den vanligste selskapsformen er aksjeselskap. Aksjonærenes ansvar er begrenset til aksjekapitalen. Utover dette hefter aksjonærene ikke for selskapets forpliktelser.

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. Det er strengere krav til et ASA, blant annet er det høyere minstekrav til aksjekapital og det er krav til kjønnsfordelingen i styret. Børsnoterte aksjeselskap, må være ASA.

## 2.4.2. Aksjemarkedet

Eiere som har aksjer som finansiell investering vil legge vekt på at det er enkelt både å kjøpe og selge aksjer i selskapet. Av den grunn skjer omsetning av aksjer i ASA-er ofte over børs eller på annen regulert markedsplass. De fleste aksjeselskaper er likevel små, har få eiere, er ikke børsnotert og det er sjelden aksjer omsettes.

Aksjemarkedet transformerer på den måten lite likvide investeringer i anlegg og spesialisert produksjonsutstyr til mer likvide plasseringer for investorene. Selv om det i de fleste tilfeller vil være mulig å selge en aksje (et verdipapir), er det ikke sikkert at prisen er så høy at det er ønskelig å selge. Problemer med å gjennomføre transaksjoner av ønsket størrelse uten å påvirke prisene kalles markedslividsrisiko, se *Boks: Likviditet i kapitell 2.1.*

Investorene i aksjemarkedet fører en form for løpende kontroll med selskapenes 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 forventet inntjening tilfredsstiller kjøpers krav til avkastning når man korrigerer for risikoen ved aksjekjøpet. Selskaper/prosjekter med dårlig lønnsomhet eller dårlig foretaksledelse «straffes» med lavere priser. 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 foretakene. Børsene og lovgiverne har en viktig oppgave i å sørge for et regelverk som medfører at all relevant informasjon om selskapene blir gjort tilgjengelig for markedsaktørene på en slik måte at alle markedsaktører mottar

informasjonen samtidig, se *Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markedsplasser*.

Kostnadene ved å gjøre selskapet/prosjektet kjent for investorer i aksjemarkedet er betydelige. Tilgang på kapital direkte fra aksjemarkedet er derfor umulig for mange små selskap/prosjekter. Som en alternativ kilde for egenkapital er det derfor 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. Det er ingen formelle informasjonskrav og det kan være ulike avtaler om avkastningen på midlene.

Tilgang til god informasjon er viktig for riktig prising, slik at sparingen kanaliseres til de mest lønnsomme prosjektene. Et aktivt aksjemarked tillater investorene å spre (diversifisere) sine investeringer på selskaper/sektorer og reduserer dermed belastningen av et enkelt-selskaps risiko. Samtidig fordeles risikoen slik at de investorene som har størst bæreevne/-vilje, tar mest risiko. Et velfungerende aksjemarked gjør det også enklere for foretakene å spesialisere seg, siden eierne kan redusere risikoen ved å diversifisere investeringene.

Et effektivt aksjemarked krever også et dokumentløst og sikkert system for registrering av eierskapet til verdipapirene, et såkalt verdipapirregister. Les mer om dette i *Boks: Verdipapirregister i kapittel 4.3*.

### **2.4.3. Størrelsen på det norske aksjemarkedet**

Ved utgangen av 2015 var det 238 ASA og 264323 AS i Norge. Antallet ASA har sunket med 42,5 prosent siden 2009 og antallet AS økt med 25 prosent.

Ved utgangen av 2015 var markedsverdien av noterte aksjer<sup>3</sup> registrert i Verdipapirsentralen (VPS) 1827 milliarder kroner. På samme tidspunkt var markedsverdien av unoterte aksjer registrert i VPS 432 milliarder kroner (kilde: Statistisk sentralbyrå). De aller fleste norske aksjeselskaper er ikke registrert i VPS. Ved utgangen av 2015 var 1038 aksjeselskaper registrert i VPS.

Oslo Børs ASA opererer markedsplasser for omsetning av aksjer (og egenkapitalbevis), renteprodukter (obligasjoner, sertifikater og statskasseveksler) og aksjederivater. Det er tre markedsplasser 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 notering på regulert marked. Det er lagt til rette for en raskere opptaksprosess med lempeligere opptakskrav enn på Oslo Børs og Oslo Axess. Ved utgangen av 2015 var det notert 174 aksjer ved Oslo Børs med en

---

<sup>3</sup> Ved utgangen av 2015 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.

<sup>3</sup> Noterte aksjer på Oslo Børs eller Oslo Axess

total markedsverdi på 1827 milliarder kroner, mens det var notert 38 aksjer ved Oslo Axess med en total markedsverdi på 13 milliarder kroner.

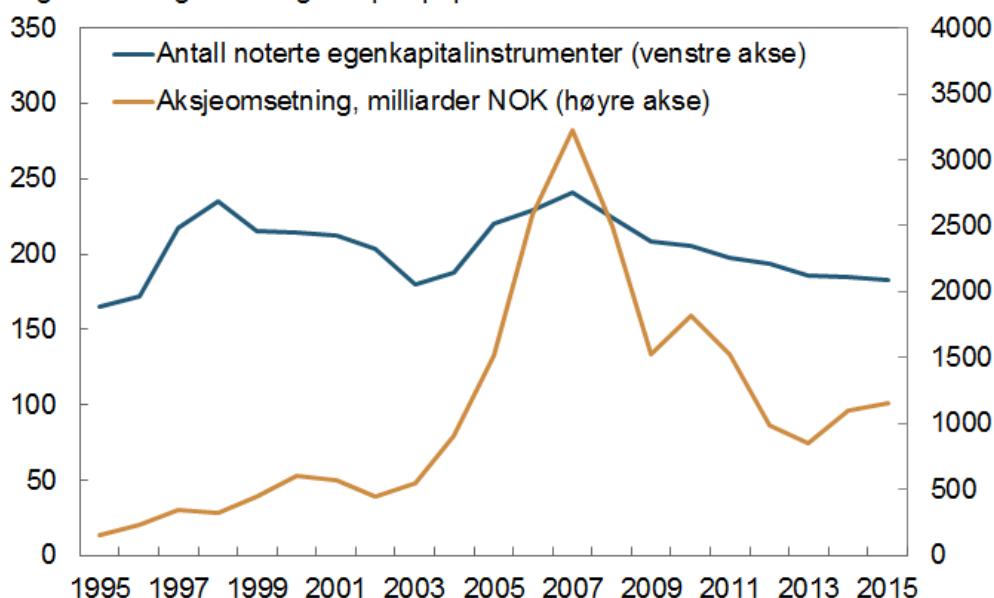
I tillegg til Oslo Børs ASA er det to andre foretak med konsesjon som regulert marked i Norge: Nasdaq OMX Oslo ASA og Fish Pool ASA. På Nasdaq OMX Oslo ASA, med markedsnavn Nasdaq OMX Commodities Europe, handles blant annet derivatkontrakter for det nordiske kraftmarkedet. Fish Pool ASA omsetter derivatkontrakter for laks.

### 2.4.3.1. Andre egenkapitalinstrumenter

Egenkapitalbevis er et egenkapitalinstrument som utstedes av sparebanker, se *Boks: Forretnings- og sparebanker i kapittel 3.2*. Det har klare likhetstrekk med aksjer og behandles skattemessig likt. Forskjellen knytter seg først og fremst til at egenkapitaleierne ikke eier hele bankens formue og til at det er særlige bestemmelser om sammensetningen av sparebankenes organer. Ved utgangen av 2015 hadde 37 sparebanker utstedt egenkapitalbevis, hvorav 19 var notert på Oslo Børs. Samlet markedsverdi for de børsnoterte egenkapitalbevisene var 23,6 milliarder kroner. Oslo Børs har opprettet en egen Egenkapitalbevisindeks (OSEEX) som omfatter alle de 19 børsnoterte egenkapitalbevisene.

Aksjer og egenkapitalbevis er begge egenkapitalinstrumenter. Figur 2.7 viser utviklingen i omsetningen av egenkapitalinstrumenter på Oslo Børs og antall noterte egenkapitalinstrumenter de siste 20 årene.

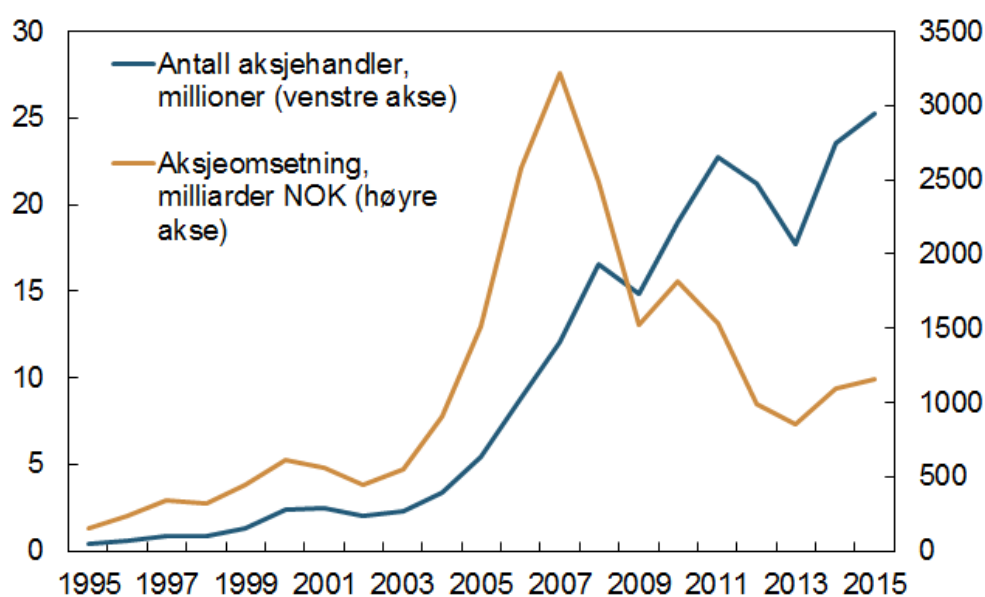
Figur 2.7 Omsetning og antall egenkapitalinstrumenter<sup>1)</sup> notert på Oslo Børs<sup>2)</sup>  
Årlig omsetning. Antall egenkapitalpapirer ved årets slutt. 1995 - 2015



1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis  
2) Ikke inkludert omsetning og aksjer notert på Oslo Axess  
Kilde: Oslo Børs

Verdien av omsetningen er påvirket av kursutviklingen, se figur 2.8. 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 fram til den internasjonale finanskrisen i 2008, se figur 2.8. Antall handler har holdt seg godt oppe også etter dette. Omsetningen har likevel gått ned som følge økt konkurranse om omsetning av norske aksjer fra alternative markedsplasser og utenlandske børser.

Figur 2.8 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. 1995-2015



1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis

2) Ikke inkludert omsetning og transaksjoner på Oslo Axess

Kilde: Oslo Børs

#### 2.4.4. Utstedere

Figur 2.7 viser utviklingen i antall aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs. Antall nye selskaper på Oslo Børs varierer med konjunktorene. Det er lettere å hente egenkapital i markedet, og å børsnotere et selskap, 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 børshandel. Den vanligste grunnen til at et selskap forsvinner fra Oslo Børs, er at det blir kjøpt opp. Dessuten vil selskaper som går konkurs, bli strøket. Enkelte ganger ønsker de dominerende eierne å ta et selskap av børs. Det er spesielle regler for slik stryking av aksjer fra børs, blant annet for å beskytte minoritetsseierers interesser.

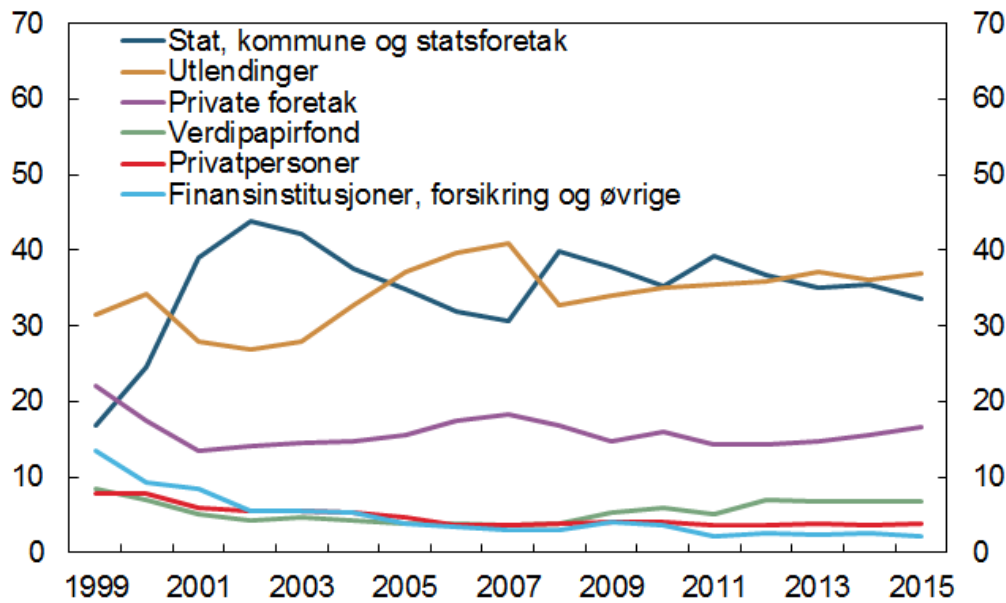
Sektorsammensetningen for selskaper notert ved Oslo Børs skiller seg markant fra andre land. Oslo Børs har spesielt mange selskaper i sektorindeksen for energi (omfatter hovedsakelig olje- og offshoreselskaper). Energiselskapene utgjorde 29 prosent av markedsverdien ved Oslo Børs ved utgangen av 2015.



### 2.4.5. Investorer i aksjemarkedet

Alle aksjer og egenkapitalbevis som handles på markedsplassene på Oslo Børs, er registrert i Verdipapirsentralen (VPS). Dessuten er noen unoterte aksjer registrert i VPS. Det er mindre omsetning i unoterte aksjer. Utviklingen i eierstrukturen på Oslo Børs siden 1997 er vist i figur 2.9.

Figur 2.9 Eierandeler i selskaper på Oslo Børs  
Ved utgangen av året. 1999 - 2015



Kilde: Verdipapirsentralen

De to største eiergruppene på Oslo Børs er utlendinger og staten, begge med eierandeler på over 1/3. Den tredje største eiergruppen er andre selskaper. Norske privatpersoner eier under 4 prosent av egenkapitalinstrumentene på Oslo Børs, en halvering siden 1999. 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 nedsalg i Statoil og Telenor samt kursutviklingen på selskapene staten har eierinteresser i, relativt til den generelle kursutviklingen på Oslo Børs.

### 2.4.6. Aksjeindekser på Oslo Børs

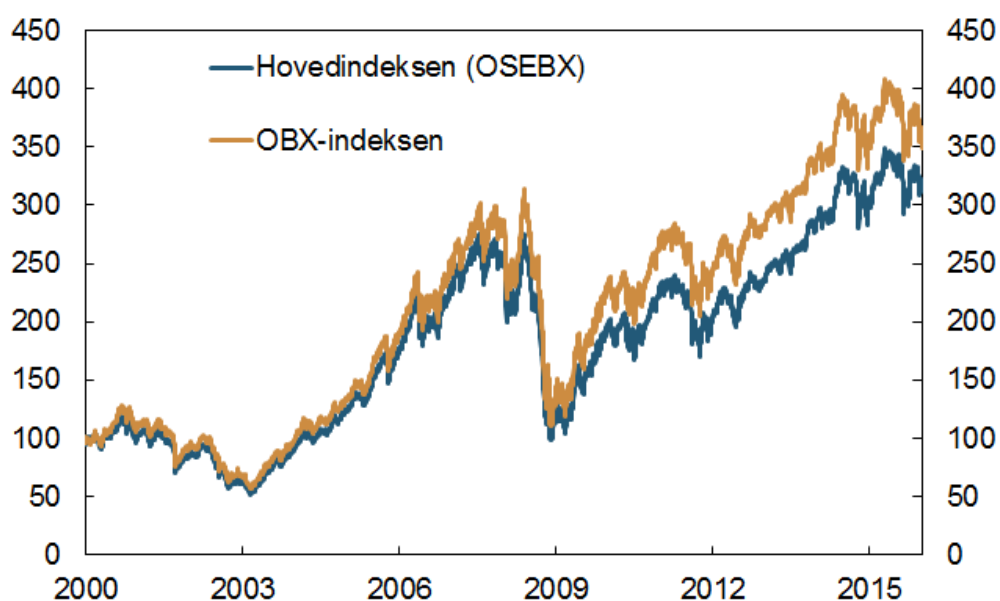
For å måle verdiutviklingen i aksjemarkedet og i ulike sektorer av aksjemarkedet blir det utarbeidet ulike aksjeindekser. Den mest brukte typen aksjeindeks er såkalte totalavkastningsindekser. Både kursendring og mottatt utbytte inngår i beregningen av indeksen, og de ulike aksjenes vekter i indeksen endres daglig basert på kursutviklingen. Aksjeindekser forenkler sammenligningen 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 både hensyn til aksjeomsetning og spredning på industrigrupper. OSEBX revideres halvårlig og endringene gjennomføres 1.

desember og 1. juni. Høsten 2015 var 58 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 vektningen 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 2.1*. For ulike handelsstrategier ved derivathandel er det viktig at det er mulig å handle de ulike komponentene av aksjeindeksen (underliggende). Figur 2.10 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.

Figur 2.10 Verdiutviklingen i det norske aksjemarkedet 2000-2015. Indeksert, 31. desember 1999=100



Kilde: Thomson Reuters Eikon og Bloomberg

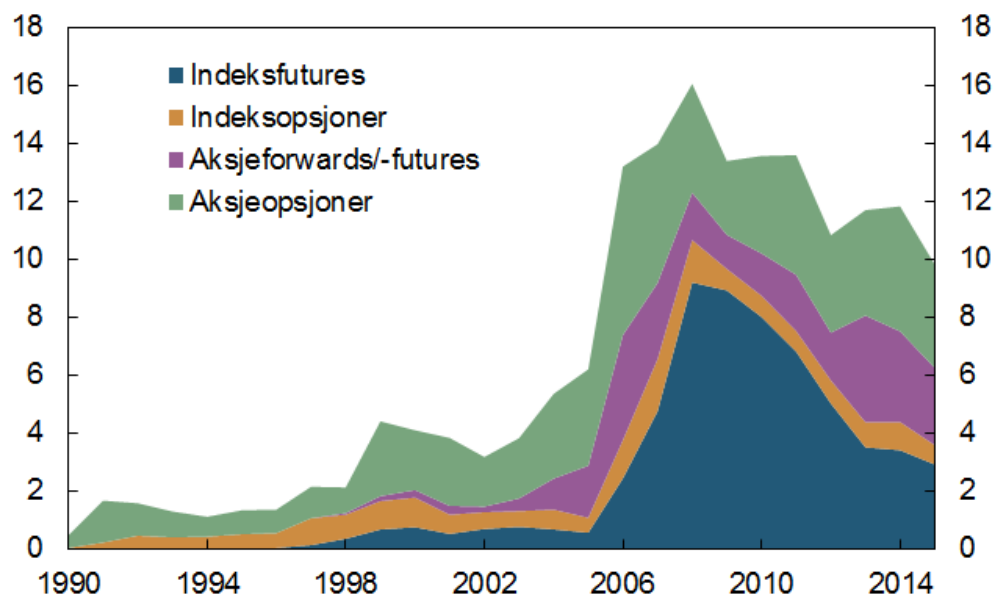
#### 2.4.7. Aksjerelaterte derivater

Egenskaper ved ulike typer derivater er forklart i *Boks: Derivater i kapittel 2.1*. Børsomsatte derivater er standardiserte med hensyn til kvantitet, kvalitet på det underliggende objektet og leveringsbetingelser. Ved Oslo Børs handles det opsjoner og futures på OBX-indeksen og opsjoner, futures og forwards på 20 av de mest likvide aksjene. Børsnoterte derivater gjøres opp via en avregningsentral som fungerer som felles sentral motpart for både kjøper og selger, se *kapittel 4.3 Verdipapiroppkjøret (VPO)*. Det er 8 «market-makers», dvs. aktører som stiller både kjøps- og salgskurs, i de mest likvide derivatkontraktene, færre i de mindre likvide kontraktene.

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, se figur 2.11. Nedgangen etter 2008 skyldes fallet i antall indeksderivater. Som figuren viser har fordelingen på de ulike derivattypene variert noe over tid.

**Figur 2.11 Antall omsatte kontrakter for standardiserte aksjederivater ved Oslo Børs. Årlige tall. 1990-2015. Millioner kontrakter**



Kilde: Oslo Børs

Oslo Børs har også en markeds plass for ikke-standardiserte derivater, 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.

## 3. Finansforetak

Finansforetak fungerer som mellomledd mellom de ulike aktørene i økonomien og har viktige roller knyttet til de tre hovedoppgavene til det finansielle systemet. De gjør det mulig for selskaper og privatpersoner å ta opp lån og plassere sparing. Finansforetakenes rolle i penge- og kapitalmarkedene er omtalt i *kapittel 2 Finansmarkedene*. I tillegg gjennomfører de betalinger (se *kapittel 4*) og vurderer, omfordeler og priser risiko. Personers og foretaks tilgang til kontanter er også basert på at de har konto i en bank. Finansforetaksloven regulerer hvilke foretak som kan etablere seg som finansforetak, se **Boks: Finansforetaksloven**.

### Boks: 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, driftes og utvikles. Som finansforetak regnes etter loven foretak som driver virksomhet som:

- 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.

Verdipapirforetak, forvaltningsselskap for verdipapirfond, statsbanker, offentlige fond og Norges Bank regnes ikke som finansforetak. Noen av disse vil likevel bli omtalt i dette kapitlet.

---

Bankene er den største og viktigste gruppen finansforetak. De har enerett på å ta i mot innskudd og står for størstedelen av utlånene. Bankene er betydelige aktører i betalingssystemet ved at innskudd benyttes som betalingsmidler ved siden av kontanter og kredittkjøp. 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 en bolig eller investere i en ny maskin. Også kredittforetakene kan låne ut penger, men de kan ikke ta imot innskudd. De har tatt over mye av boligfinansieringen fra etableringen i 2007. Forsikringsselskapene kan deles inn i livsforsikring, skadeforsikring og kredittforsikring. Sammen med pensjonskasser formidler de sparing i tillegg til at de tilbyr risikostyring. Flere ulike typer finansforetak kan ofte være samlet i ett finanskonsern.

Tabell 3.1 gir en oversikt over hvor store de ulike typene finansforetak i Norge er.

### Tabell 3.1 Ulike typer finansinstitusjoner

Per 31. desember 2015

	Antall	Forvaltningskapital (i prosent av BNP)
Banker	124	128
Filialer av utenlandske banker	10	21
Kredittforetak	32	64
Finansieringsselskaper	48	5
Statlige låneinstitutter	3	10
Livsforsikringsselskaper	13	40
Skadeforsikringsselskaper	60	5

Kilder: SSB og Norges Bank

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

## 3.1. Finanskonsern

Flere ulike typer finansforetak kan være samlet i ett finanskonsern, se tabell 3.2. Finanskonsernene kan blant annet inkludere bank, kredittforetak, forsikringsselskap og finansieringsselskap. Det har over tid vært en utvikling mot mer konserndannelse på tvers av ulike typer finansforetak, både nasjonalt og internasjonalt.

### Tabell 3.2 Strukturen i det norske finansielle systemet

Målt i prosent av forvaltningskapital.<sup>1</sup> Per 31. desember 2015

	Kreditt- institusjoner	Verdi- papirfond	Skade- forsikring	Livs- forsikring	Sum konsern
DNB	35	24	1	22	<b>31</b>
SpareBank 1 / Samarbeidende sparebanker	15	5	6	3	<b>12</b>
Nordea	10	11	0	7	<b>10</b>
KLP	0,5	17	2	36	<b>7</b>
Storebrand	1	11	1	21	<b>4</b>
Eika-gruppen	5	1	2	0	<b>4</b>
Gjensidige	0,5	0	24	2	<b>1</b>
Sum finans- konsern/- allianser	66	69	36	91	<b>39</b>
Øvrige selskap	34	31	64	9	<b>31</b>
Totalt	100	100	100	100	<b>100</b>
Herav utenlandske filialer	13		29	0,3	<b>10</b>
Herav utenlandskeide datterselskaper	12		1	9	<b>10</b>

1) For kredittinstitusjoner som inngår i bankkonsern, er sum forvaltningskapital for bankkonsern benyttet. Sum forvaltningskapital for de andre gruppene er basert på sum forvaltningskapital i de ulike bransjene og vil avvike fra konsernregnskap. I totalmarkedet inngår norske bankers virksomhet i utlandet og utenlandske institusjoners filialer i Norge.

Kilde: Finanstilsynet

Finansforetakene ønsker 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-gruppen, kan de tilby disse tjenestene.

Tabell 3.3 gir en oversikt over de åtte største finanskonsernene i Norge etter konsernets hovedvirksomhet. Av disse er seks bankdominerte, mens de resterende er forsikringsdominerte. Alle har virksomhet i Norge.

### Tabell 3.3: Største bankkonsern med virksomhet i Norge

Etter markedsverdi. Per 18. januar 2016

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

Kilde: Finanstilsynet

DNB, Storebrand, SpareBank 1-gruppen, KLP og Gjensidige er de største norskeide finanskonsernene som tilbyr de fleste typer finansielle tjenester. DNB og SpareBank 1-gruppen er bankdominerte, mens de tre andre er forsikringsdominerte.

## 3.2. Banker

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

Banker tilbyr mange forskjellige innskuddsprodukter. De kan variere ut fra blant annet rente og begrensninger på hvor ofte og hvor raskt innskudd kan trekkes ut. Ulike typer kontoer kan for eksempel være vanlig lønnskonto, 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. Med den teknologiske utviklingen har bruk av nettbank blitt vanligere og ført til færre bankfilialer og minibanker i Norge. For mer omtale av bankenes rolle i betalingsformidlingen, se *kapittel 4 Finansiell infrastruktur*.

Bankene tilbyr flere typer utlån, som for eksempel boliglån, næringslån, og forbrukslån, herunder billån. Lånene kan variere etter type rente (fast eller flytende), bindingstid, type valuta og tilbakebetalingsform (annuitets- eller serielån). Det er også blitt vanligere med avdragsfrie lån, ofte i form av rammelån, der låntageren får tildelt en låneramme. Rammen kan for eksempel være en viss andel av boligens verdi og låntageren betaler rente bare på det beløpet som til en hver tid er trukket av rammen. Videre kan banker veksle valuta og bidra med finansiell rådgivning.

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

### **Boks: 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 å støtte lokalsamfunnet, selv om det ikke eksisterer noen juridiske forpliktelser, både 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, blant annet behandles de to instrumentene skattemessig likt. Forskjellen 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. I 2015 hadde 35 sparebanker utstedt egenkapitalbevis.

I 2002 ble det åpnet for at sparebanker kan omdannes til aksjeselskaper. Før sammenslåingen med DnB var Gjensidige NOR Sparebank ASA den første sparebanken som ble omdannet til aksjesparebank. DNB er i dag en aksjesparebank. Etter opprettelsen av DNB har også Sparebanken Bien og SpareBank 1 SR-Bank blitt omdannet til aksjesparebanker. Ved omdanning til aksjesparebank ble det opprettet egne stiftelser, som skal eie egenkapitalen (utenom grunnfondsbevis) fra den opprinnelige sparebanken. Sparebankstiftelsen til DNB eide ved utgangen av 2015 i underkant av 10 prosent av aksjene i DNB.

For en fullstendig oversikt over de ulike typer banker i Norge, se [\*Finanstilsynets konsesjonsregister\*](#) og [\*Finans Norges hjemmesider\*](#).

### **Boks: 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 fram. 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. 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. Det er i dag 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 finanssektormrådet i perioden 1945–2013, med særlig vekt på finansiell stabilitet» Norges Banks Skriftserie No. 48.*

---

### **3.2.1. Bankenes oppgaver**

#### **3.2.1.1. 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 et enkeltindivid ønsker å spare, samsvarer som regel ikke med lånebehovet til en låntaker. En bank fungerer som en formidler mellom et stort antall sparere og låntakere ved at de tilbyr fleksible innskudds- og låneprodukter.

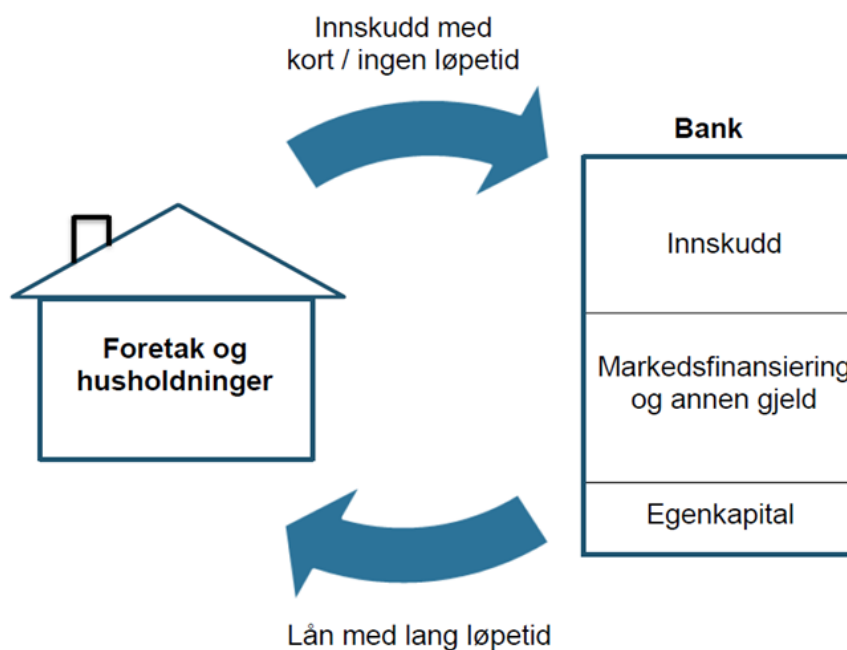
Bankene kan oppnå stordriftsfordeler, for eksempel når det gjelder innhenting og behandling av informasjon, kredittvurdering, og kredittoppfølging samt utforming av lånekontrakter. Bankene kan også få tilgang til privilegert informasjon om eksisterende og potensielle kunder. Dette kan være informasjon som er nødvendig for å etablere en kontrakt, som for eksempel personnummer, inntekt og grad av arbeidsførhet, men som kundene ikke er villige til å gi til en «vilkårlig» leverandør. Kostnader ved å hente inn og framskaffe informasjon gjør at de fleste privatpersoner og små og mellomstore bedrifter vil spare og låne i banker og ikke direkte i kredittmarkedene.

#### **3.2.1.2. Løpetidstransformasjon**

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.



Figur 3.1 Løpetidstransformasjon



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 løpetidstransformasjon, se figur 3.1. 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 innskudd og låneadgang i sentralbanken. Det hjelper dem å håndtere svingningene i kundeinnskuddene. Det kan likevel oppstå situasjoner med usikkerhet om bankers framtid 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 innskytergarantiordninger. Innskuddssikringen skal sikre småsparerens midler selv om banken får problemer. Sikringsordningen i Norge dekker i dag innskudd på inntil to millioner kroner, se også *kapittel 3.2.7 Innskuddssikring i Norge*.

I tillegg til løpetidstransformering av kundeinnskudd foretar bankene løpetidstransformasjon ved å låne i markedet til 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 framfor 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: Ulike risikotyper i kapittel 1*.

Finansmarkedene bidrar også til løpetidstransformasjon, se *kapittel 2.2 Obligasjonsmarkedet* og *kapittel 2.4 Aksjer*.

### 3.2.1.3. 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 blant annet si at prisen eller renten på et lån øker når den antatte risikoen knyttet til lånet øker. Dersom låntaker stiller sikkerhet, vil tapsrisikoen for långiver bli mindre. Da blir også renten på lånet lavere.

Bankene og deres OMF-kredittforetak har lang erfaring i å vurdere risikoen til låntakere. De kjenner ofte kundene og bruker denne informasjonen og kredittrisikoevner 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 videre fulgt opp både av eiere, bankenes långivere og tilsynsmyndigheter. Dette reduserer sannsynligheten for at de påtar seg en risiko som er større enn bæreevnen.

#### 3.2.1.4. Skape penger

Penger er definert som alminnelig god tatt betalingsmiddel. Se **Boks: Hva er penger?** og **Boks: Pengemengdebegreper** for en nærmere og mer presis beskrivelse av 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 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 vil skje dersom bankene utsteder obligasjoner som kjøpes av personer og foretak, og dersom personer eller foretak 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 foretaks uttak av kontanter reduserer innskuddene, men ikke pengemengden.

Bankers utlån avhenger av hvilke lønnsomme utlånsmuligheter de har. Dette vil blant annet avhenge av nivået på styringsrenten og finansieringskostnader, kapital- og likviditetskrav samt foretakenes og husholdningenes tilbakebetalingsevne. Deretter vil utlånsvolumene bestemme hvor mye bankinnskudd som blir skapt i banksystemet. Dette vil igjen avgjøre hvor mye sentralbankreserver banken ser det som nødvendig å holde for å møte uttak av innskudd, gjennomføre betalinger til andre banker eller møte myndighetenes likviditetskrav, se også *Boks: Likviditet i kapittel 2*. Økt etterspørsel etter sentralbankreserver øker renten i penge/interbankmarkedet.

*«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.*

### 3.2.1.5. 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 oppgjørssystem (NBO), se *kapittel 4 Finansiell infrastruktur*. Bare banker kan ha konto i Norges Bank, med enkelte unntak.

#### **Boks: Hva er penger?**

Penger er definert som alminnelig god tatt betalingsmiddel. Det innebærer 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 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 disse kontantene har en tilsvarende fordring på Norges Bank. Kontanter er tvungne betalingsmidler i Norge for et hvilket som helst beløp og er således et alminnelig god tatt betalingsmiddel. Bankinnskudd er også et alminnelig god tatt, men ikke tvungent, betalingsmiddel. Siden kontanter og bankinnskudd måles i samme enhet, i Norge i kroner og øre, kan et beløp i bankinnskudd gjøres om til det samme beløp i kontanter og motsatt. Dette er viktig for at bankinnskudd skal være alminnelig god tatt som 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 det er naturlig at en sentralbank gjør. Bankenes sikringsfond sikrer i tillegg kundenes bankinnskudd opp til 2 millioner kroner per innskyter per norsk bank, se *kapittel 3.2.7 Innskuddssikring i Norge*. Kontoinehaverne, det vil si eierne, får tilgang til sine bankinnskudd ved bruk av betalingsinstrumenter som bankkort, nettbank, giro eller ved uttak av kontanter over skranke i en bank.

Myndighetene kan ikke direkte fastsette omfanget av bankinnskudd, bare mengden av sedler og mynt. Omfanget av bankinnskudd avhenger blant annet av størrelsen på bankenes utlån, se *kapittel 3.2.1 Bankenes oppgaver*. 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.

#### **Boks: Pengemengdebegreper**

Pengemengden deles inn i:

- *Basispengemengden (M0)*. Summen av bankenes og pengeholdende sektors beholdning av norske sedler og mynter i omløp samt bankenes innskudd i Norges Bank – sentralbankreserver eller sentralbankpenger. Pengeholdende sektor er husholdninger, ikke-finansielle foretak, kommuneforvaltningen og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter. Utenlandske sektorer er ikke med.

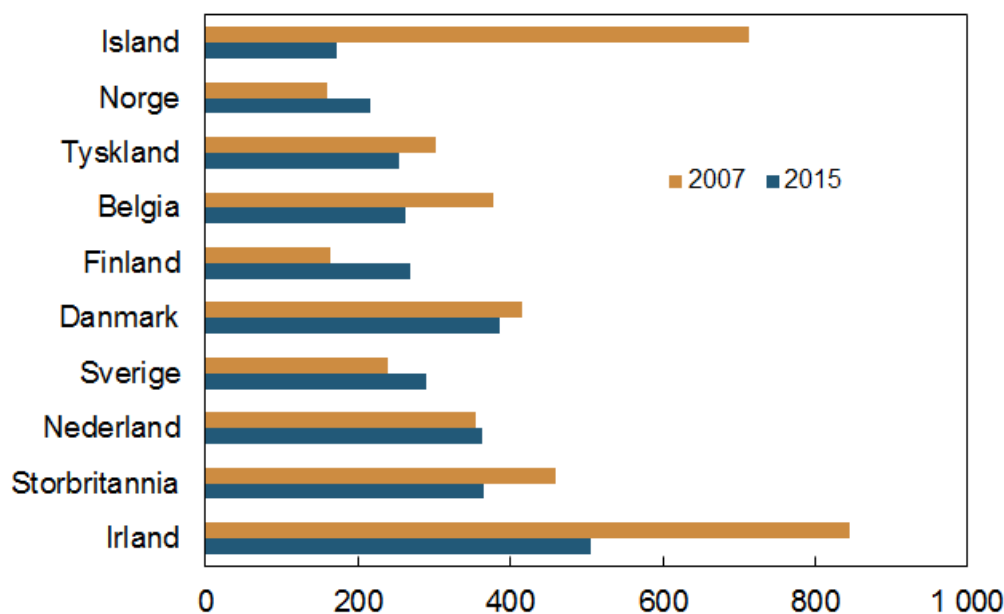
- *Det smale pengemengdebegrepet (M1).* Pengeholdende sektors beholdning av norske sedler og mynter samt sektorens inntående på transaksjonskonti i Norges Bank og forretnings- og sparebanker (i norske kroner og utenlandsk valuta). Bankinnskudd på transaksjonskonti omfatter innskudd (i kroner eller valuta) som umiddelbart kan konverteres til sedler og mynt eller som det kan foretas betalinger direkte fra uten at det påløper andre kostnader enn vanlige transaksjons- og etableringsgebyrer.
- *Det brede pengemengdebegrepet (M2).* Pengeholdende sektors beholdning av norske sedler og mynter, ubundne bankinnskudd, banksertifikater og andeler i pengemarkedsfond. M2 betegnes også som publikums likviditet.

«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.

### 3.2.2. Strukturen i den norske banksektoren

Sammenliknet med andre europeiske land er banksektoren i Norge ikke spesielt stor i forhold til samlet verdiskaping, se figur 3.2. Norske banker har en samlet forvaltningskapital på omtrent to ganger BNP. Den svenske banksektoren er til

Figur 3.2 Bankenes totale balanse som andel av BNP. Prosent. 2007 og 2015

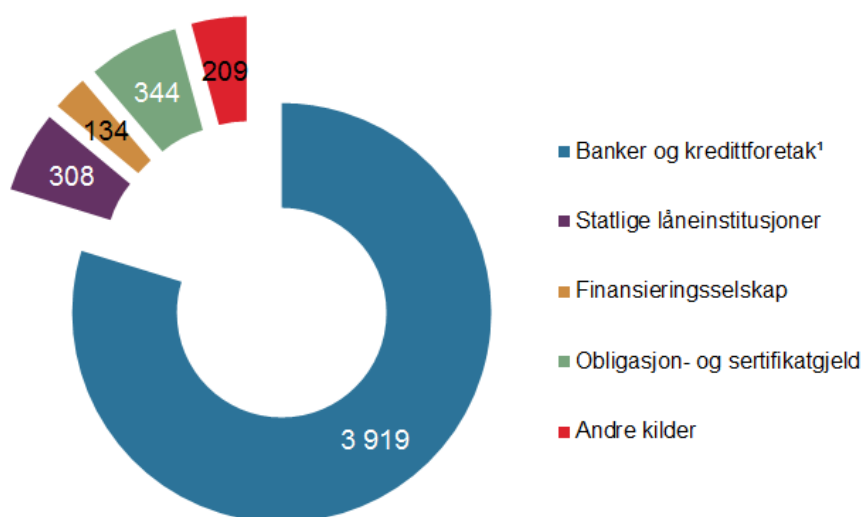


Kilder: ESB, IMF, Central Bank of Iceland og Norges Bank

sammenlikning fire ganger BNP. Mange land har en 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.

Bankene og deres kredittforetak står for over 80 prosent av samlet innenlandsk kreditt til norske husholdninger og foretak, se figur 3.3. 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 bankene eller deres kredittforetak. Foretakene har de to siste årene tatt opp mer lån i obligasjonsmarkedet, både i Norge og i utlandet, men andelen obligasjonslån er fortsatt mye lavere enn andelen de låner av bankene. Foretakene, særlig innen oljesektoren, låner også noe i utenlandske banker.

Figur 3.3 Kreditt til publikum etter kilder.  
Brutto innenlandsk gjeld. Milliarder kroner. Per 31. desember 2015

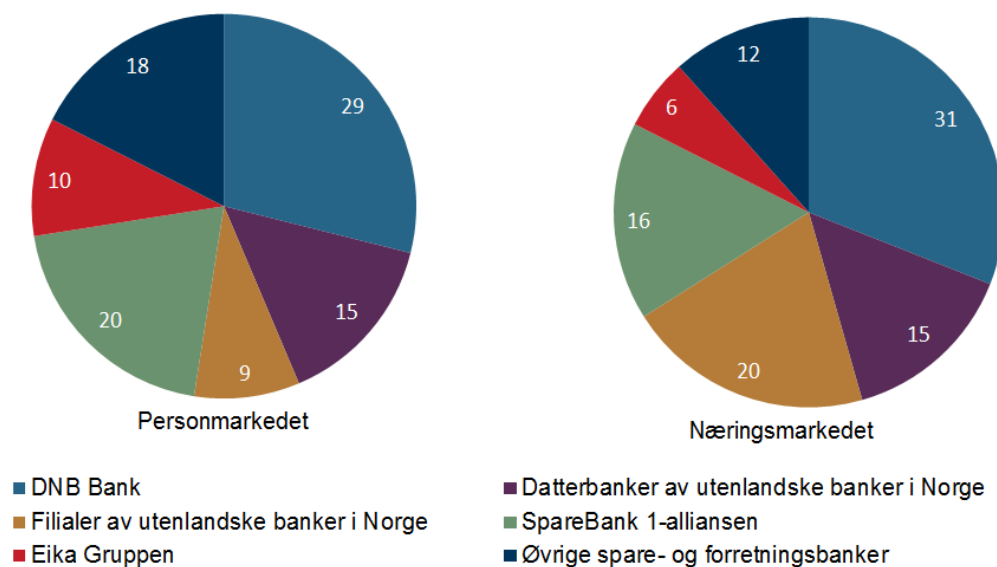


1) Alle banker og kredittforetak inkludert Eksportfinans.  
Kilde: Norges Bank

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 3.4. Til sammenlikning er banksektoren i Danmark og Sverige preget av flere store banker, med henholdsvis tre og fire banker med høye markedsandeler.

De siste 20 årene har utenlandskeidde datterbanker og filialer økt sine markedsandeler i det norske bankmarkedet. Det er særlig de store skandinaviske bankkonsernene som er aktive i Norge, men også datterbanken til spanske Santander Consumer Bank er stor. Markedsandelen til utenlandskeidde banker er høyest i næringsmarkedet, med rundt en tredjedel av utlånene, fordelt omtrent likt mellom datterbanker og filialer. Gruppen av utenlandskeidde datterbanker domineres av Nordeas norske datterbank, som er den nest største banken i Norge. Danske Bank og Handelsbanken er de største utenlandskeidde filialene. Se tabell 3.4 for en oversikt over de største bankene i Norge.

Figur 3.4 Markedsandeler på utlån.  
 Prosent av samlede utlån i markedet. Per 31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

**Tabell 3.4 Største bankkonsern i Norge**

Bankkonsern:	Inngår i:	Hovedkontor/hovedområde:
DNB Bank	DNB ASA	Oslo / hele landet
Nordea Bank Norge ASA	Datterbank av svensk bank	Oslo / hele landet
Danske Bank NUF	Filial av dansk bank	Trondheim / hele landet
Handelsbanken NUF	Filial av svensk bank	Oslo / hele landet
SpareBank 1 SR-bank	SpareBank 1-gruppen	Stavanger / Rogaland, Hordaland, Agder
Sparebanken Vest	Selvstendig sparebank	Bergen / Vestlandet
SpareBank 1 SMN	SpareBank 1-gruppen	Trondheim / Trøndelag, Nordvestlandet
SEB AS NIF	Filial av svensk bank	Oslo / investeringsbank
Santander Consumer Bank	Datterbank av spansk bank	Oslo / Bil- og forbrukslån
Sparebanken Sør	Selvstendig sparebank	Kristiansand / Agder, Telemark
SpareBank 1 Nord- Norge	SpareBank 1-gruppen	Tromsø / Troms, Nordland, Finnmark
Sparebanken Hedmark	SpareBank 1-gruppen	Hedmark / Oppland / Akershus
Sparebanken Møre	Selvstendig sparebank	Møre og Romsdal
Skandiabanken konsern	Selvstendig forretningsbank	Hele landet

Kilde: Bankkonsernernes rapporter og Norges Bank

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 nær 80 mindre

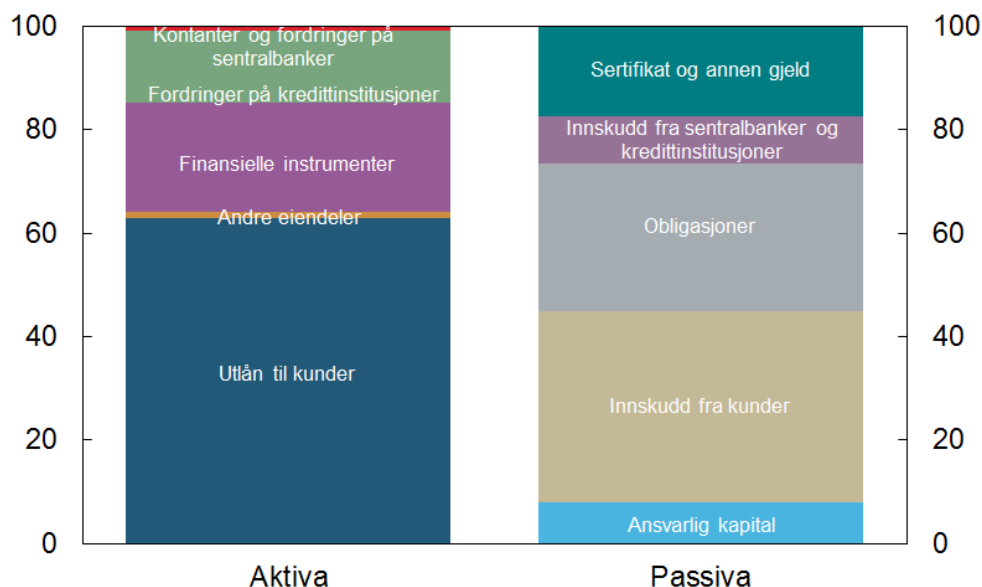
sparebanker. I underkant av 20 sparebanker står utenfor formaliserte alliansesamarbeid, selv om noen har felles eierandeler i blant annet OMF-kredittforetak og forsikringsselskaper.

### 3.2.3. Bankenes eiendeler og finansiering

Utlån utgjør det vesentlige av norske bankers eiendeler, se figur 3.5. De største enkeltpostene på utlånsiden er boliglån til husholdninger og lån til næringsseidom, se figur 3.6 og figur 3.7, og utlånene til disse sektorene har økt ytterligere de siste årene. 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 sin markedsfinansiering. Betydelige deler av de øvrige eiendelene er i utenlandsk valuta som amerikanske dollar og euro.

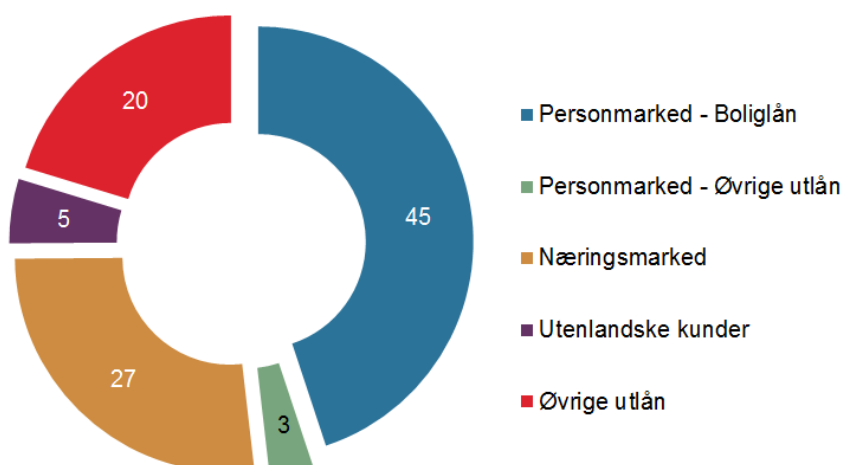
Norske banker finansierer mesteparten av virksomheten sin med innskudd og obligasjoner, se figur 3.5. Kundeinnskudd utgjør over en tredel, mens langsiktig markedsfinansiering står for omtrent 30 prosent. Disse to finansieringskildene antas som regel å være stabile. Banker med stabil finansiering er bedre rustet til å takle perioder med uro. De mindre sparebankene er i større grad finansiert ved kundeinnskudd enn de store bankene, mens de utenlandske datterbankene og filialene i stor grad er finansiert av morselskapet i det utenlandske bankkonsernet. Den største banken, DNB har også en god del kortsiktig markedsfinansiering i form av sertifikater.

Figur 3.5 Eiendeler og finansiering. Norskeide banker og OMF-kredittforetak.<sup>1</sup> Prosent. Per 31. desember 2015



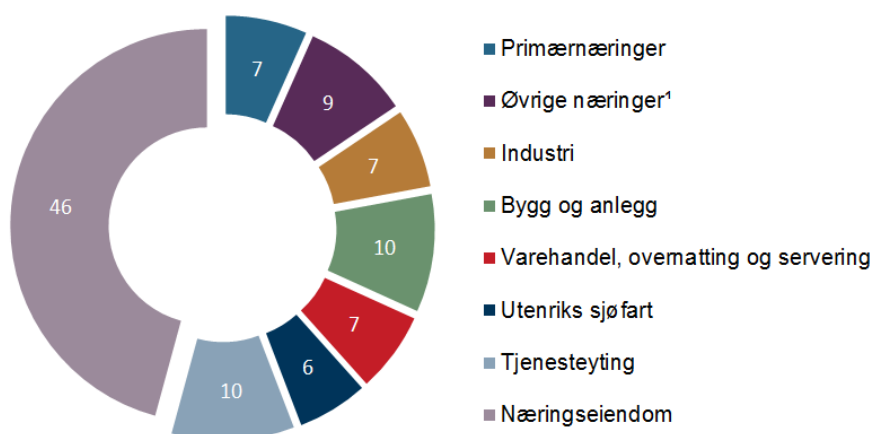
1) Summen av alle banker og OMF-kredittforetak med unntak av filialer og datterbanker av utenlandske banker i Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 3.6 Utlånsfordeling.  
Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 3.7 Utlån til næringsmarkedet.  
Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2015



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

Kilde: Norges Bank

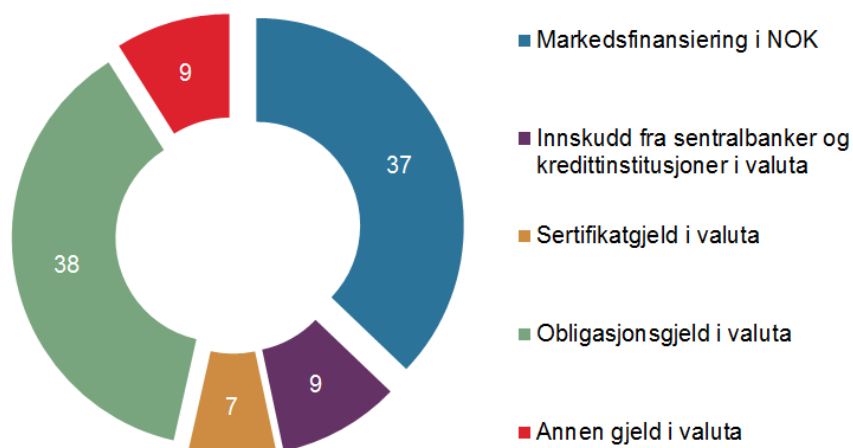
Over halvparten av bankenes markedsfinansiering er hentet inn i utenlandsk valuta, se figur 3.8 og omtale i *Boks: Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet i kapittel 2.2.2*. De mindre sparebankene er i større grad finansiert i norske kroner enn de store bankene. Se *«Norske bankars valutafinansiering av egedelar 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 også banker av egenkapital. Ved tap i bankene er egenkapitalen den første til å ta tap. Egenkapitalfinansieringen omtales i større grad i *kapittel 3.2.5 Kapitaldekningsregulering*.

Mer statistikk er tilgjengelig på [Statistisk Sentralbyrås hjemmesider](#).



Figur 3.8 Valutafordelt markedsfinansiering<sup>1</sup>  
Norskeide banker og kredittforetak.<sup>2</sup> Prosent. Per 31. desember 2015



1) Totale passiva fratrukket kundeinnskudd og egenkapital

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

Kilde: Norges Bank

### 3.2.4. Hvorfor og hvordan reguleres banker?

Banker er gjenstand for omfattende regulering på grunn av deres store samfunnsmessige betydning. Innskuddene er et svært viktig sparealternativ og betalingsmiddel for folk flest. Andre oppgaver i banksektoren, som løpetidstransformasjon, 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 framtidige finansielle kriser, og 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 3.2.1 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, skape dominoeffekter, som kan true hele det finansielle systemet.

Innskuddssikring skal redusere faren for store uttak av innskudd ved å skjerme privatkunders innskudd om banken går konkurs. Forbrukervern inngår som en del av dette. Privatkunder kan vanligvis ikke vurdere risikoen i en bank i tilstrekkelig grad til for eksempel å kunne avgjøre om innskuddene er riktig priset.

Ustabilitet kan gi lav tillit til banksystemet, problemer i betalingssystemet, for lite tilgang på midler å låne ut og dermed for lite utlån fra bankene. De første

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

En 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 i 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 fram 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, renter på enkelte instrumenter og i siste instans inndra lisensen til foretaket. Dersom en bank er i ferd med å gå konkurs eller myndighetene beslutter at den må stenge, vil et eget kriseløsningsregelverk gjelde, se *kapittel 3.2.8 Krisehåndtering 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 Skiftserie 48/2015*. «*Bedre rustet mot finanskriser – Finanskriseutvalgets utredning*» *NOU 2011:1*, gir en grundig gjennomgang av den internasjonale finanskrisen i 2008/2009.

### 3.2.5. Kapitaldekningsregulering

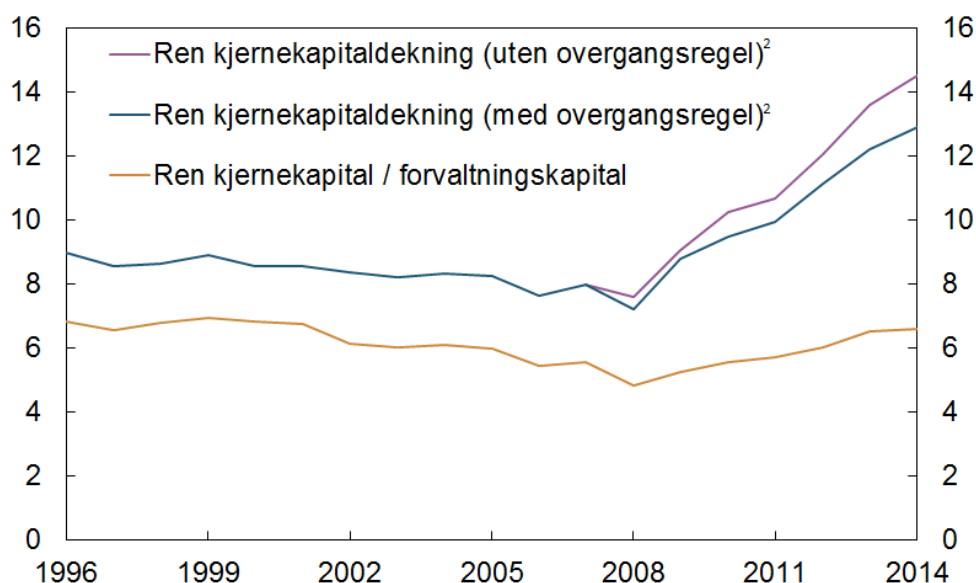
Kapitaldekningsregler skal bidra til at finansforetakene har nok tapsbærende kapital i forhold til den risikoen de tar. Kapitalen, som i hovedsak er egenkapital og annen tapsabsorberende kapital, skal være tilstrekkelig til å kunne dekke nokså store uventede tap.

Etter bankkrisen i årene 1988 til 1993 framhevet 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 2008-2009. Krisen synliggjorde behovet for strengere bankregler på

mange områder og bankenes kapitaldekningskrav ble skjerpet, se *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

Siden bunnen i 2008 har den rene kjernekapitaldekningen i norske banker økt nokså mye. Ren kjernekapital målt i prosent av forvaltningskapitalen har også økt, men langt mindre, se figur 3.9.

Figur 3.9 Utvikling i ren kjernekapitaldekning og ren kjernekapitalandel. Norske banker samlet.<sup>1</sup> Prosent. 1996–2014



1) For banker som er finanskonsern benyttes tall for bankkonsern, for øvrige banker benyttes mor banktall.

2) Se ordliste og vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene, for forklaring av overgangsregel

Kilde: Finanstilsynet

Norge vil bli omfattet av EUs kapitaldekningsregelverk som bygger på Basel III og som ble gjort gjeldende i 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 framstilling av kapitalkravene i det norske regelverket, se *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

### 3.2.6. Likviditetsregulering

Den internasjonale finanskrisen 2008–2009 var i Norge i hovedsak en likviditetskrise og avdekket behov for bedre styring av bankenes likviditet og finansieringsstruktur. Se *Boks: Likviditet i kapittel 2.1.1.* 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» (LCR)) innebærer 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 oktober 2015. De nye kravene er i ferd med å bli innført i EØS. I desember 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» (NSFR)) fra Baselkomitéen krever 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. For en nærmere beskrivelse, se [Pressemelding fra Baselkomiteen 31.10.2014](#).

### 3.2.7. Innskuddssikring i Norge

Innskytergarantiordninger ble gjort gjeldende ved lov for sparebanker i 1924 og for forretningsbanker i 1961. Loven gjelder også for datterbanker av utenlandske banker. Regler for innskuddssikring skal beskytte små og uinformerte bankinnskytere. Det gjør at de ikke behøver å følge den økonomiske situasjonen i banken og 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 konti i samme bank. Har kunden innskudd i flere banker, gjelder grensen for hver av bankene.

[Bankenes sikringsfond](#) utbetaler 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 (i) Finanstilsynet har kommet til at institusjonen ikke er i stand til å tilbakebetale innskudd, eller (ii) 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 nivået som er i Norge, se [Finansdepartementets hjemmesider om Den norske innskuddsgarantiordningen](#).

### 3.2.8. Krisehåndtering av banker

Når en stor og viktig bank har stått i fare for å gå konkurs, 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 skulle gå konkurs. Redningsaksjonene har vært i form av gunstige lån og lånegarantier eller tilførsel av ny kapital i banken. Resultatet har nesten alltid vært at bankens kreditorer har sluppet å ta tap («bail-out»). Av den grunn har det oppstått en forventning hos kreditorene om at myndighetene vil redde dem også ved framtidige problemer i banken (moralsk hasard). Bankens kreditorer har hatt en form for implisitt garanti for sine lån, og det kan medføre at de foretar en mindre grundig risikovurdering av bankens virksomhet enn de ellers ville gjort. 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 gjør om deler av bankens gjeld til egenkapital eller skriver ned verdien av gjelden uten at banken har gått konkurs. 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*.

## 3.3. Kredittforetak

Kredittforetakene gir langsiktige lån til husholdninger og foretak. Kredittforetakene skiller seg fra bankene ved at de ikke kan ta imot innskudd eller utføre betalingstjenester. Kredittforetak finansierer i hovedsak virksomheten med obligasjonslån. OMF-kredittforetak, som finansierer utlån til bolig og næringseiendom ved å utstede obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), utgjør en vesentlig andel av kredittforetakene, se *Boks: Lån med sikkerhet i kapittel 2.2*.

### 3.3.1. OMF-kredittforetak

Det er 23 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 i all hovedsak 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 skal også ha rammer for rente- og valutarisiko. Finanstilsynet fører tilsyn med OMF-kredittforetakenes likviditetsstyring og rammene for valuta- og renterisiko.

OMF-kredittforetak finansierer store deler av utlån til bolig i Norge. Det skjer enten ved at utlånene gis direkte fra kredittforetaket eller ved at bankene overfører utlån de selv har gitt til OMF-kredittforetakene, som utsteder OMF med sikkerhet i lånene. Bankene gir normalt OMF-kredittforetakene kortsiktig kreditt når lånene 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 tilsvarende lånene 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.

### 3.3.2. Andre kredittforetak

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

#### 3.3.2.1. Kommunalbanken

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

Det er ikke hensiktsmessig for alle norske kommuner å låne direkte i kapitalmarkedene. Kommunalbanken kan gi kommunene gode lånevilkår ved å samle hele kommuneNorges lånebehov. Utlånene til kommunene er finansiert 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 AAA-kredittvurdering. Den er av Finansdepartementet utpekt som et systemviktig finansforetak og pålegges dermed ekstra krav til kapital.

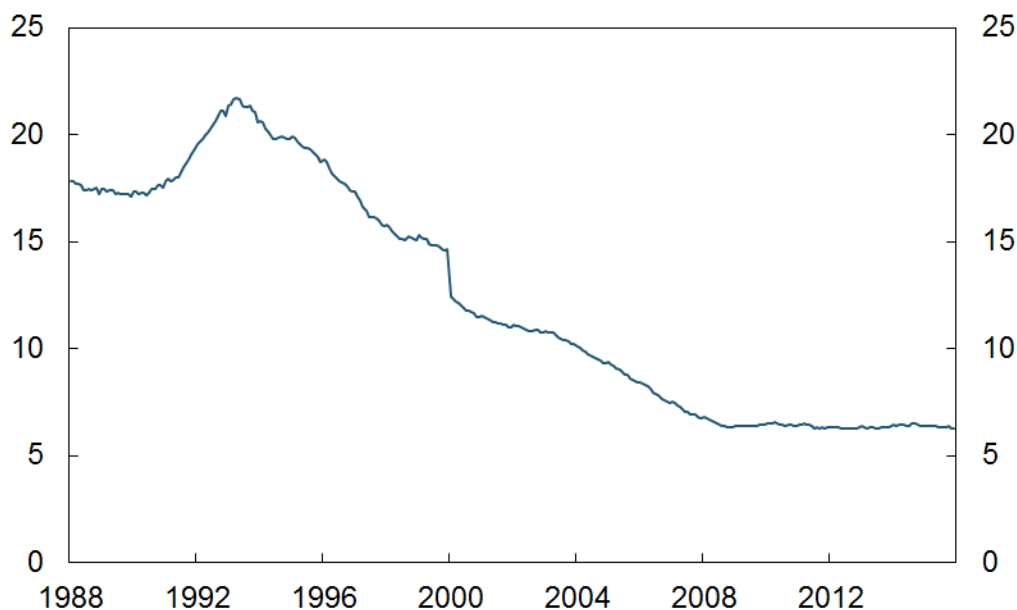
### 3.3.2.2. Eksportfinans ASA

Fram 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 *kapittel 3.4 Statlige låneinstitutter*. Eksportfinans yter derfor ikke lenger nye lån og kreditter og den eksisterende låneporteføljen fases gradvis ut gjennom forfall.

## 3.4. Statlige låneordninger

Statlige låneinstitutter har til hensikt å sørge for finansiering av politisk prioriterte aktiviteter. Det er 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, men slike låneordninger utgjør i dag omtrent 6 prosent av utlån i Norge, se figur 3.10.

Figur 3.10 Kreditt fra statlige låneinstitutter  
Prosent av innenlandsk kreditt (K2). Januar 1988 – desember 2015



Kilde: Statistisk sentralbyrå

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 (GIEK), se **Boks: Statlige låneinstitutter**.

## Boks: Statlige låneinstitutter

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

### *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, private foretak, borettslag og lønntakere. Utlånsporteføljen er omtrent 135 milliarder kroner. Det utgjør rundt 3 prosent av innenlandsk brutto gjeld.

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

### *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 26 milliarder kroner i studiestøtte i 2015. Utlånsporteføljen var om lag 155 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 17 milliarder ved utgangen av 2015, 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 har utestående garantiansvar på omtrent 100 milliarder norske kroner, 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 har for tiden 77 milliarder i utlån, se [Eksportkreditt Norges hjemmesider](#).

---

## 3.5. Forsikringselskaper

En forsikring er en ordning som har som oppgave å erstatte økonomisk tap som følge av tilfeldige, uforutsette hendelser. Grunntanken i all forsikring er at mange er utsatt for samme type risiko for økonomisk tap. Ettersom denne risikoen ikke inntreffer samtidig, er det gunstig å bli med i en sammenslutning, et forsikringselskap, for å fordele tapene mellom medlemmene. En forutsetning er at det er et tilstrekkelig antall aktører som ønsker å forsikre seg mot denne risikoen. Når det oppstår et tap, dekkes det av forsikringselskapet. Det enkelte medlem, forsikringstageren, betaler regelmessig et beløp, premie, til forsikringselskapet. Ved hjelp av premiene bygger forsikringselskapet opp reserver som trekkes på når det oppstår tap. Avkastningen på reservene er en viktig inntektskilde for forsikringselskapene.

Et grunnleggende prinsipp i forsikring er at det skal være samsvar mellom premien og den risikoen selskapet 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. Søkere som har anledning til å holde tilbake opplysninger angående risiko vil i større grad tegne forsikring. I så fall vil premien bli lavere enn risikoen skulle tilsi. Opphopning av søkere med ekstra høy risiko kalles skjevt utvalg («adverse selection»). Siden det er et krav at premieinntektene skal dekke de forventede utgiftene, vil selskapet bli nødt til å øke premiene. Det kan føre til at søkere med normal risiko vegrer seg for å tegne forsikring, noe som bidrar til en ytterligere opphopning av søkere med ekstra høy risiko. I verste fall kan selskapet måtte trekke tilbake forsikringstilbudet.

### 3.5.1. Ulike forsikringstyper

Det er flere måter å klassifisere forsikring på. Bruker man typen risiko som forsikringstageren forsikrer seg mot, kan forsikring deles i livsforsikring og annen forsikring. Annen forsikring omfatter skadeforsikring og kredittforsikring. Forsikring kan også klassifiseres etter forsikringsobjekt (person-, ting- eller formuesforsikring). Eksempler på personforsikring er pensjonsforsikring, sykeforsikring 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 forsikringsselskapet er den opprinnelige utsteder av forsikringskontrakten (primær forsikring), og tilfeller der et selskap har overtatt en del av ansvaret fra primære forsikringsselskaper (gjenforsikring eller reassuranse). Selv forsikringsselskaper har behov for å sikre seg mot store uforutsette hendelser og mange erstatningsutbetalinger. Derfor foretar forsikringsselskapene risikoavlastning gjennom reassuranse.

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**.

## Boks: 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 livsforsikringsselskap eller organisere ordningen selv gjennom egne pensjonskasser.
- Individuelle pensjonsordninger utgjør den tredje delen i pensjonssystemet.

Et sentralt trekk ved de kollektive pensjonsordningene i Norge de siste årene er overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte tjenstepensjonsordninger, se *Finansmarkedsmeldingen 2015 fra Finansdepartementet*. Forskjellen mellom de to ordningene knyttes til hva som er fastsatt på forhånd: utbetalingen ved pensjonsalder eller bedriftens innbetalinger til pensjonsordningen.

Ved en ytelsesbasert ordning er utbetalingen ved avtalt pensjonsalder fastsatt på forhånd, oftest som 66 prosent av sluttlønn. Ytelsespensjonen er forutsigbar 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 livsforsikringsselskapet oppnår. Dette fører til at størrelsen på bedriftens innbetalinger varierer fra år til år.

Til ytelsesbaserte ordninger er det knyttet en garantert framtidig avkastning fra livsforsikringsselskapet eller pensjonskassen på innbetalte midler. Den garanterte avkastningen vil bestemme hvor høye premieinnbetalingene må være for å sikre den avtalte framtidige pensjonen. Den garanterte avkastningen, som blir kalt grunnlagsrenten, kan ikke være høyere enn en maksimalrente fastsatt av myndighetene. Det lave rentenivået de siste årene har gjort det utfordrende for livsforsikringsselskapene og pensjonskassene å oppfylle avkastningsgarantien.

I en innskuddspensjonsordning er bedriftens innbetaling til pensjonsordningen fastsatt som en prosentsats av den ansattes lønn. I motsetning til ytelsespensjon er nivået på en innskuddspensjon ved oppnådd pensjonsalder ikke fastsatt. Nivået på pensjonen vil avhenge av størrelsen på innbetalingene (pensjonskapitalen), avkastningen på kapitalen og hvor lang utbetalingstid den ansatte velger. Kostnadene ved ordningen, dvs. premien som skal betales, er forutsigbare for bedriften. Den ansatte selv bærer all risiko knyttet til avkastningen på de oppsparte midlene.

Siden 2006 har tjenstepensjon vært obligatorisk i Norge. 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 90 068 kroner i 2015). De maksimale grensene for innskuddet er henholdsvis 5 prosent av lønnen som ligger mellom 1 G og 6 G, og 8 prosent av den delen av medlemmets lønn som ligger mellom 6 G og 12 G.

Det er fortsatt mest pensjonskapital i de ytelsesbaserte ordningene, men premieinnbetalingene til innskuddsordningene i norske livsforsikringsselskaper er nå høyere enn til ytelsesordningene, se [\*Finansmarkedsmeldingen 2015\*](#).

Når en arbeidstaker slutter i foretak med ytelsesbasert tjenstepensjon, får arbeidstakeren en fripolise. Fripoliser er opptjente pensjonsrettigheter gjennom arbeidsforhold i privat sektor. Også når et foretak velger å avvikle ytelsesordningen for å gå over til innskuddspensjon eller når en bedrift opphører, vil arbeidstakeren få en fripolise.

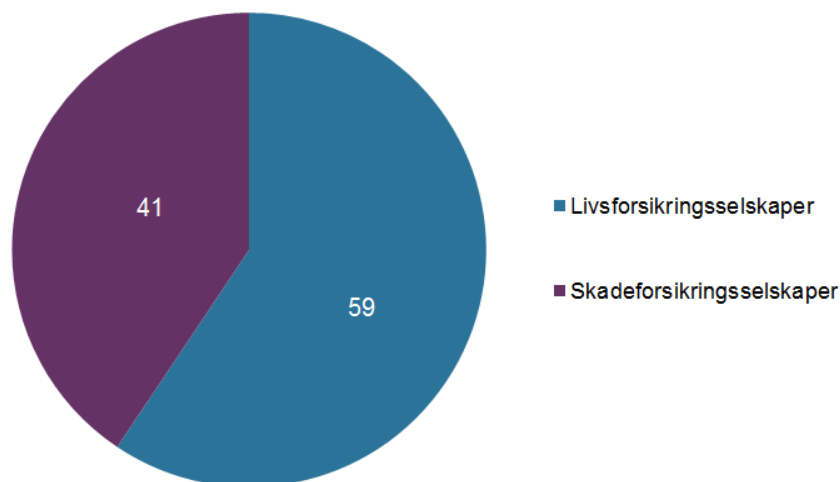
Pensjoner er skattefavisert i Norge. Pensjonspremier er skattefrie innenfor visse beløpsgrenser, mens utbetalte pensjoner blir skattlagt på linje med andre inntekter.

---

Fordi pensjonsforsikring er veldig viktig for livsforsikringsselskapene og fordi mesteparten av pensjonssparingen skjer i livsforsikringsselskapene, slår en ofte livsforsikringsselskaper sammen med pensjonskasser når en diskuterer livsforsikringsmarkedet. Det er tilfellet med statistikken som er benyttet i dette kapitlet. Samtidig omfattes livsforsikringsselskapene og pensjonskassene av forskjellige regelverk. Derfor omtales pensjonskassene i *kapittel 3.6 Pensjonskasser*.

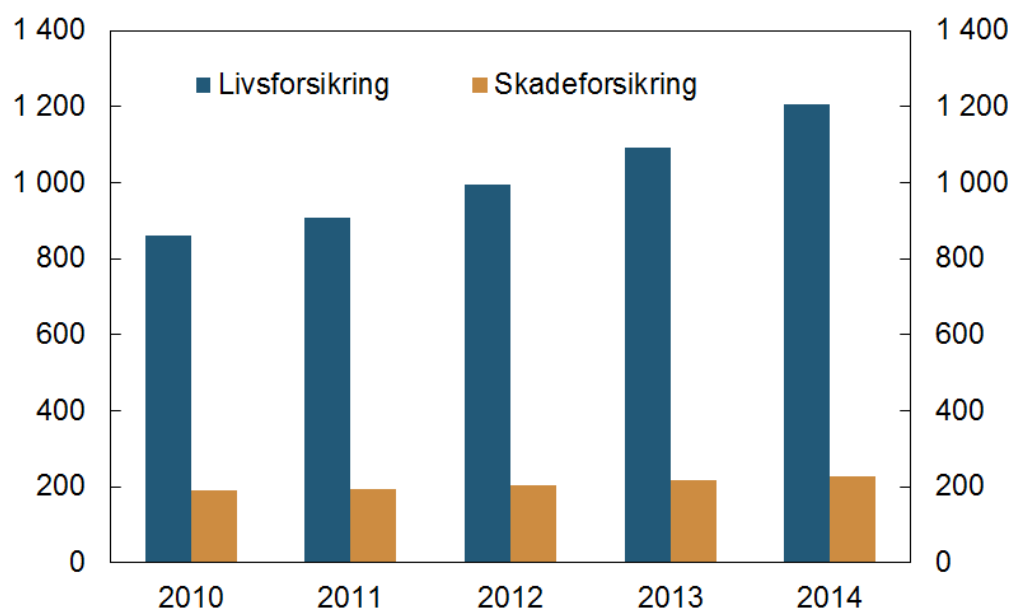
Livsforsikring utgjør den største andelen av forsikringsmarkedet i Norge med om lag 60 prosent av premieinntektene, se figur 3.11. For pensjonsforsikring består forsikringspremien av et betydelig element av sparing, og forsikringsselskapet forvalter midlene til beløpet kommer til utbetaling. Det fører til at forsikringspremiene og forvaltningskapitalen i livsforsikringsselskapene er høye sammenlignet med skadeforsikringsselskapene, se figur 3.12.

Figur 3.11 Forsikringsselskaper i Norge.  
Andeler etter premieinntekter. Prosent. 2014



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 3.12 Forsikringsselskaperenes forvaltningskapital.  
Milliarder kroner. 2010 – 2014

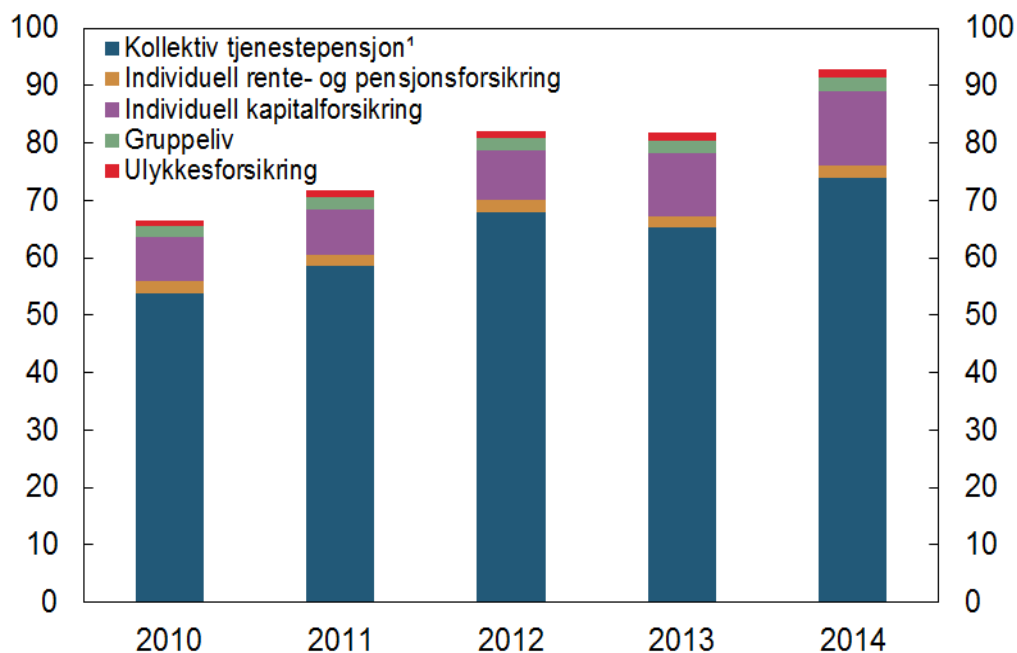


Kilde: Statistisk sentralbyrå

Pensjonsforsikring står for mesteparten av livsforsikringsselskaperenes premieinntekter, se figur 3.13. Pensjonsforsikring omfatter kategoriene kollektiv tjenstepensjon og individuell rente- og pensjonsforsikring. Pensjonsforsikring gir faste utbetalinger over et avtalt tidsrom. Individuell kapitalforsikring innebærer at forsikringen gir en engangsutbetaling ved død eller uførhet.

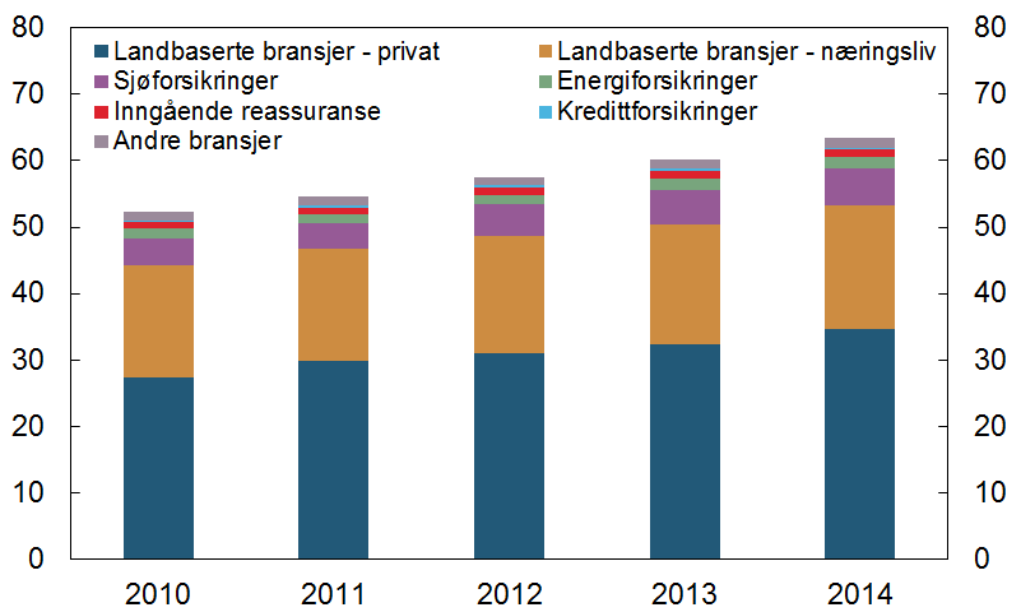
Private landbaserte forsikringer og landbaserte forsikringer til næringslivet er de viktigste gruppene i skadeforsikringsselskaperenes premieinntekter, se figur 3.14. Motorvognforsikringer bidrar mest til premieinntektene.

Figur 3.13 Livsforsikringsselskaperens premieinntekter etter bransje.  
Milliarder kroner. 2010 – 2014



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

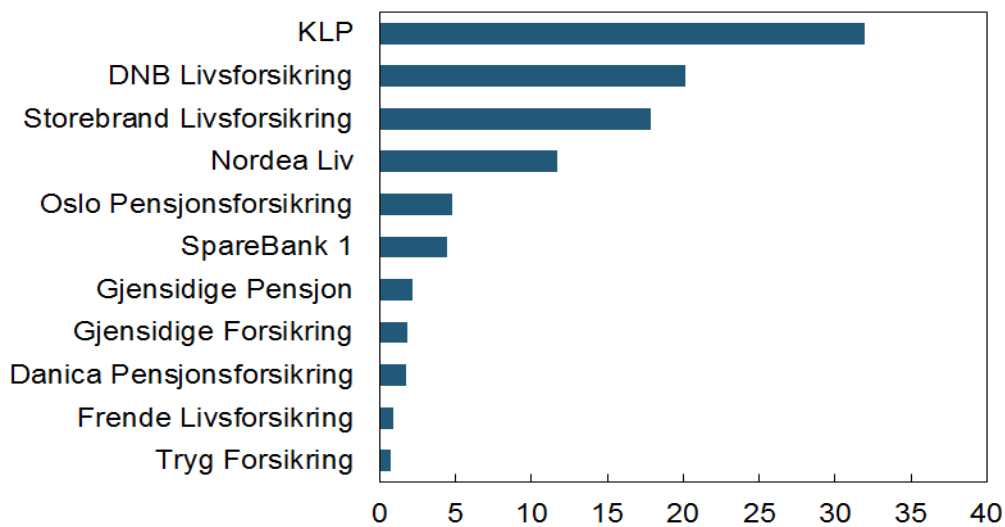
Figur 3.14 Skadeforsikringsselskaperens premieinntekter etter bransje.  
Milliarder kroner. 2010 – 2014



Kilde: Statistisk sentralbyrå

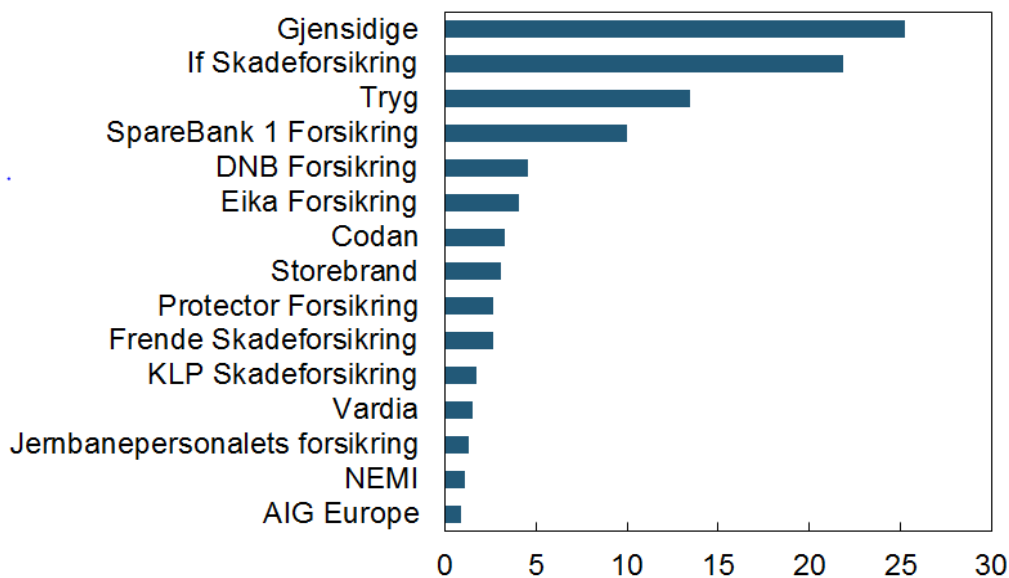
I fjerde kvartal 2015 var det 19 livsforsikringsselskaper og 88 skadeforsikringsselskaper i Norge, se *Statistisk sentralbyrå*. I 2013 hadde utenlandske selskaper en markedsandel på om lag 12 prosent innenfor livsforsikring og 43 prosent innenfor skadeforsikring, se *OECD Insurance Statistics 2014*. Rangert etter premieinntekter er KLP, DNB Livsforsikring, Storebrand Livsforsikring og Nordea Liv de største selskapene innenfor livsforsikring, se figur 3.15. Gjensidige, If Skadeforsikring, Tryg og SpareBank 1 Forsikring er størst innenfor skadeforsikring, se figur 3.16.

Figur 3.15 Markedsfordeling i livsforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2015<sup>1)</sup>



1) Foreløpige tall for 4. kvartal 2015  
Kilde: Finans Norge

Figur 3.16 Markedsfordeling i skadeforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2015



Kilde: Finans Norge

De viktigste eiendelene til forsikringsselskapene er norske og utenlandske obligasjoner, sertifikater, aksjer og eiendom. Gjelden deres består i hovedsak av kundenes krav. Kundenes krav er beregnet som dagens verdi av framtidig utbetaling fra forsikringsselskapet. Disse omtales som forsikringstekniske avsetninger. Forsikringsselskapene tar ikke opp lån.

Forsikring er ofte langsiktige kontrakter der det er viktig med tillit til at avtaler overholdes. Forsikringsselskaper er derfor gjenstand for særlig regulering, se **Boks: Regulering av forsikringsselskaper**.

### **Boks: Regulering av forsikringsselskaper**

Pensjonsinnretningene (livsforsikringsselskaper og pensjonskasser) forvalter store verdier på vegne av forsikringstakerne. Forvaltningen av forsikringstakernes sparemidler skjer over en lang periode før pensjonene utbetales. En slik langsiktig sparing er avhengig av at forsikringstakerne har tillit til pensjonsinnretningene. Myndighetenes reguleringer har som hovedformål å sikre at pensjonsinnretningene har nok midler til å dekke sine framtidige forpliktelser, se «*Pensjonsinnretningenes tilpasning til Solvens II*» Norges Bank Penger og Kreditt 1/2012.

Solvens II er det nye solvensregelverket i EU for forsikringsselskapene. Det ble vedtatt i EU i 2009 og innført fra januar 2016, men med lange overgangsordninger. Solvens II gjelder ikke for pensjonskasser.

Solvens II tar hensyn til risiko både på aktiva- og passivasiden av balansen. Det nye regelverket er forskjellig fra det eksisterende på flere områder. Under Solvens II skal verdien av både eiendeler og forpliktelser beregnes til markedsverdi. Under dagens regelverk benyttes en fast beregningsrente for å beregne verdien av forsikringsforpliktelsene. Under Solvens II vil markedsverdien av forsikringsforpliktelsene beregnes ved å diskontere framtidige utbetalinger med risikofrie markedsrenter.

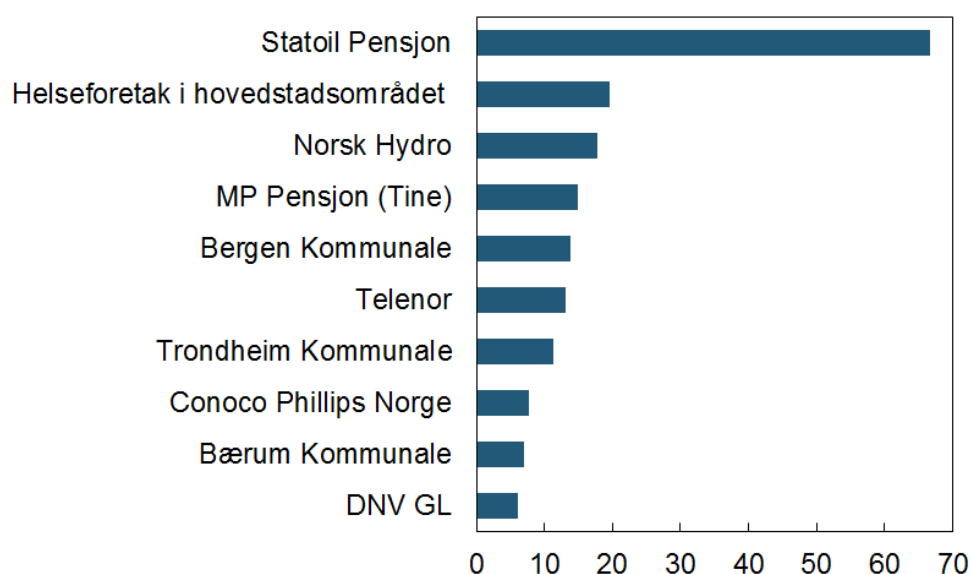
Lav markedsrente skaper særlig utfordringer for livsforsikringsselskapene under Solvens II. Med lav rente øker dagens verdi av forsikringsforpliktelsene. Samtidig blir det mer krevende for selskapene å oppnå tilstrekkelig avkastning for å oppfylle avkastningsgarantien på kontrakter med en slik garanti.

---

## 3.6. Pensjonskasser

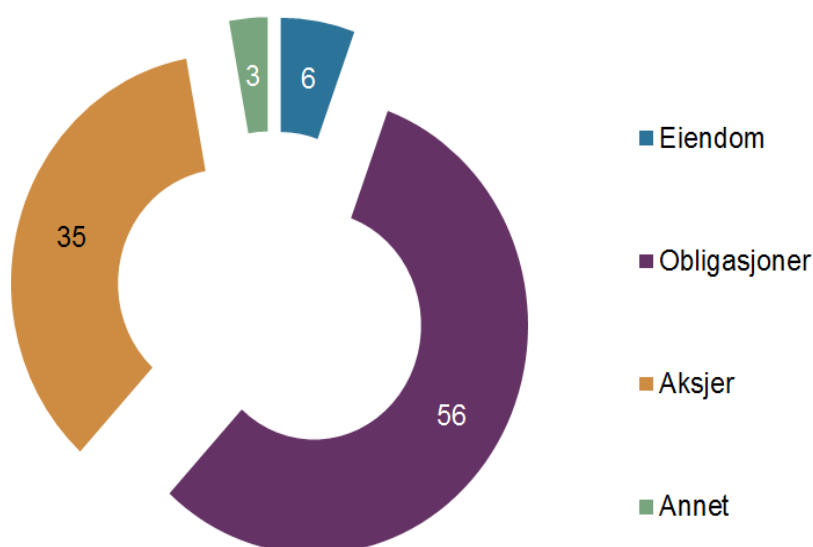
Som nevnt i *kapittel 3.5 Forsikringsselskaper* skjer også en del av pensjonssparingen i Norge i pensjonskasser. En pensjonskasse er en selveiende institusjon etablert av et privat eller offentlig foretak (kommune) for å yte én eller flere kollektive tjenestepensjonsordninger. Ved utgangen av 2015 var det 87 private og offentlige pensjonskasser i Norge. Figur 3.17 viser de største av disse. Til sammen har pensjonskassene en forvaltningskapital på om lag 300 milliarder kroner, som i all hovedsak består av obligasjoner, aksjer og eiendom, se figur 3.18.

Figur 3.17 De største private og offentlige (kommunale) pensjonskassene. Forvaltningskapital i milliarder kroner. 31. desember 2015



Kilde: Finanstilsynet

Figur 3.18 Pensjonskassenes eiendeler. Utvalg på 48 pensjonskasser. Prosent av forvaltningskapital. Per 31. desember 2015



Kilde: Finanstilsynet

De to største pensjonskassene, Statens Pensjonskasse (SPK) og Kommunal Landspensjonskasse (KLP), er ikke med i disse tallene. SPK administrerer tjenestepensjonsordninger for ansatte i staten og statseide selskaper. 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 492 milliarder kroner ved utgangen av 2015. SPK gir boliglån til sine medlemmer. Samlede utlån var 75 milliarder kroner ved utgangen av 2015.

KLP leverer pensjons-, finans- og forsikringstjenester til kommuner og fylkeskommuner, helseforetak og til bedrifter i offentlig sektor og tilbyr innskuddsbasert tjenestepensjon til private bedrifter. Selskapet er organisert som et gjensidig forsikringsselskap. 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 543 milliarder kroner ved utgangen av 2015 utgjorde pensjonsmidler tilhørende pensjonsordninger innenfor offentlig sektor 412 milliarder. Disse sparemidlene, som kommer fra innbetalte premier fra arbeidsgivere og yrkesaktive medlemmer, blir hovedsakelig plassert i aksjer, eiendom, obligasjoner og utlån.

### 3.7. Verdipapirfond

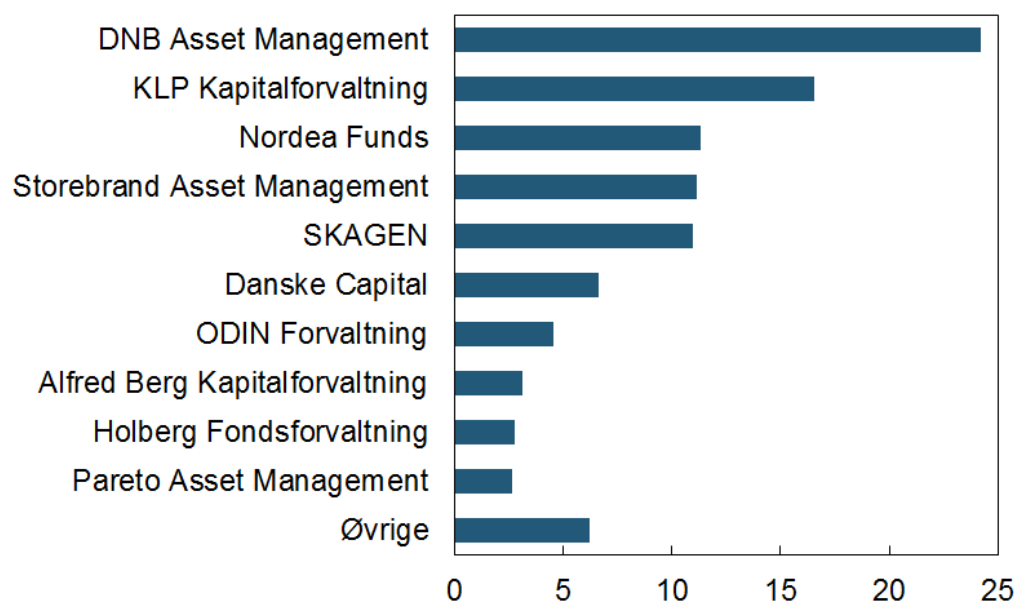
Et verdipapirfond er en kollektiv investeringsordning der mange andelseiere går sammen om å plassere sine midler i verdipapirmarkedet. Et verdipapirfond er en egen juridisk enhet som eies av andelseierne. Midlene i et verdipapirfond administreres og forvaltes av et forvaltningsselskap med konsesjon fra Finanstilsynet. Å investere i fond heller enn direkte i enkeltaksjer og enkeltobligasjoner gir flere fordeler for den enkelte investor.

For det første blir det mulig å oppnå stordriftsfordeler, noe som gir lavere kostnader. I noen grad kan dette bli motvirket av gebyrer til forvaltningsselskapet. For det andre blir det lettere å spre risikoen på mange verdipapirer. Dette kalles diversifisering. For det tredje kan det gi bedre avkastning og risikostyring når forvaltningen overlates til spesialister.

Diversifisering vil si å spre risikoen ved å fordele et investert beløp på flere verdipapirer, for eksempel aksjer. Siden de enkelte verdipapirene sjelden utvikler seg helt i takt, vil samlet risiko i en diversifisert portefølje bli lavere enn dersom beløpet var investert i bare ett enkelt verdipapir.

Selskapene som forvalter verdipapirfond kan være eid av banker, forsikringsselskaper eller andre, se figur 3.19 som viser de største fondsforvalterne. Hvert forvaltningsselskap tilbyr som regel et stort antall fond med ulike investeringsprofiler.

Figur 3.19 Markedsandeler forvaltningsselskap for verdipapirfond.  
Prosent. 31. desember 2015



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

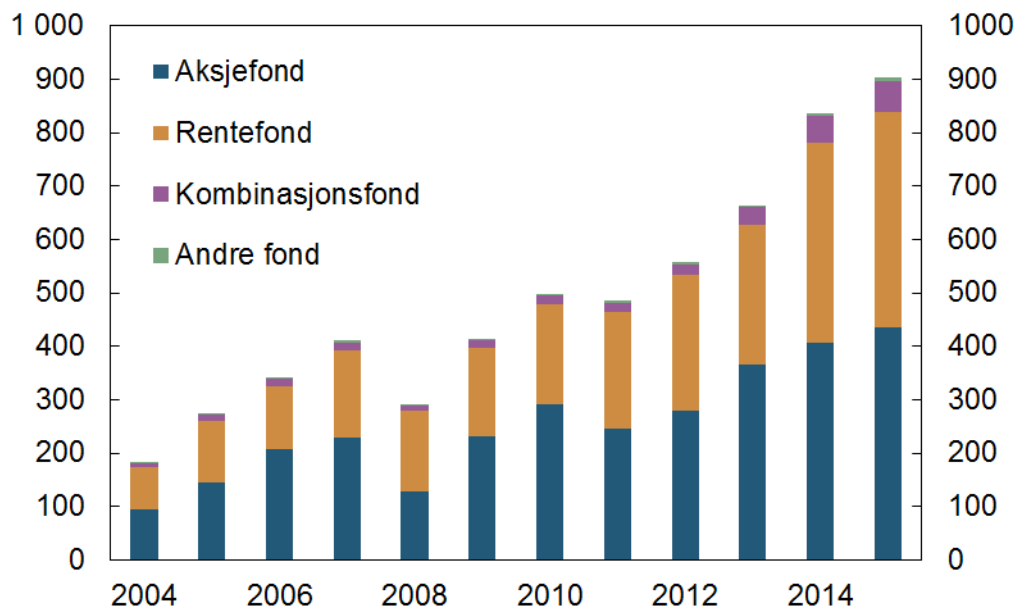
### 3.7.1. Typer fond ut fra eiendelene

Verdipapirfondene i Norge forvaltet ved utgangen av 2015 totalt 904 milliarder kroner. Fondene kan klassifiseres ut fra hva slags verdipapirer de plasserer i, se figur 3.20:

- Aksjefond utgjør nær halvparten av samlet forvaltet kapital i verdipapirfondene.
- 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 alternative investeringsfond (AIF), som skiller seg ut ved at forvaltningen har relativt frie rammer, se nedenfor. I andre land omtales slike fond som «hedgefond», og de forvalter betydelige midler. I Norge kalles de også spesialfond, og de forvalter bare små beløp.

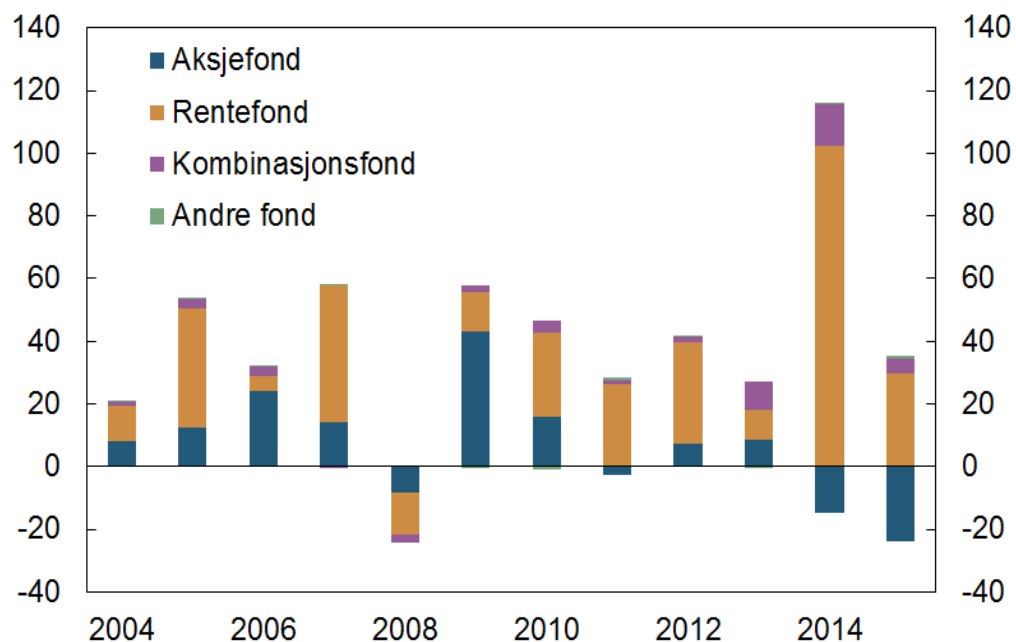
Verdipapirfondenes samlede kapital vokste med 8 prosent i 2015, eller 69 milliarder kroner, hvorav 12 milliarder var netto nyttegninger. De nye midlene gikk i hovedsak til rentefond. Aksjefondene hadde netto innløsninger, se figur 3.21.

Figur 3.20 Forvaltet kapital i verdipapirfond etter type fond.  
Milliarder kroner. Årsslutt



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

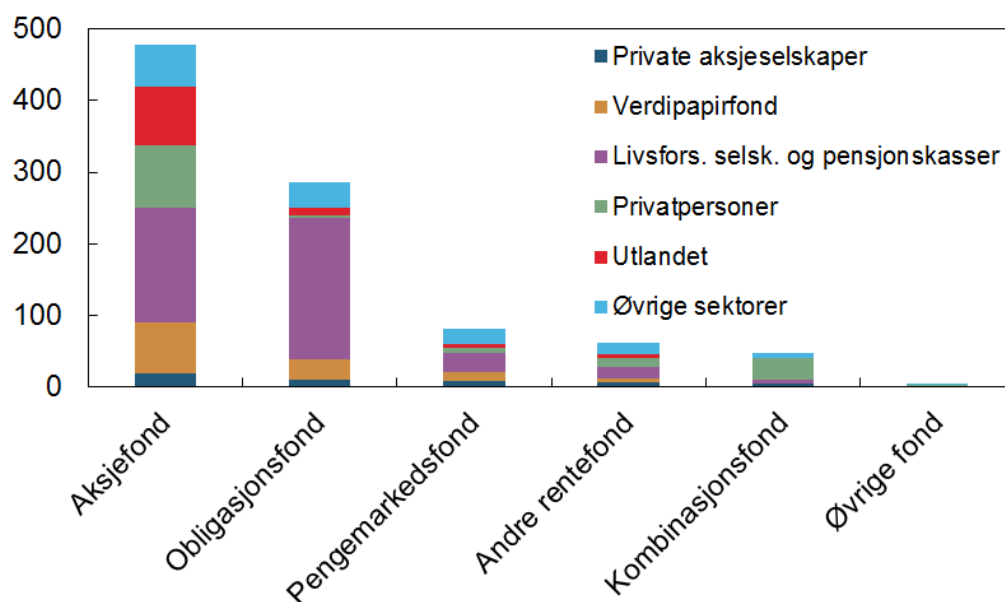
Figur 3.21 Netto nytegning i verdipapirfond.  
Akkumulert i året. Milliarder kroner



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

Livsforsikringselskaper og pensjonskasser er de viktigste eierne av norske verdipapirfond, se figur 3.22. Privatpersoner holder andeler i aksjefond, men i liten grad andeler i obligasjonsfond.

Figur 3.22 Eierstruktur i verdipapirfond.  
Milliarder kroner. Per 31. desember 2015



Kilde: Statistisk sentralbyrå (VPS)

### 3.7.2. Passive eller aktive fond

Verdipapirfond kan også klassifiseres ut fra hvordan de forvaltes 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 av verdipapirer (referanseindeksen). Porteføljen er sammensatt i samsvar med en referanseindeks. Slike fond kalles derfor ofte for indeksfond. For eksempel har et aksjeindeksfond tilnærmet en like stor andel i ulike selskapers aksjer som disse aksjenes andel i referanseindeksen. Fondets avkastning forventes da å følge den gjennomsnittlige utviklingen for aksjene som inngår i indeksen. Passivt forvaltede fond gjør færre handler enn aktive fond og har derfor lavere kostnader (både forvaltningshonorar og kostnader forbundet med handel).

Aktivt forvaltede fond er basert på at forvalteren kan «slå indeksen» ved å velge sine investeringer med omhu og gjøre nye kjøp og salg når endrede markedsforhold gir «nye muligheter». Analyser og hyppigere kjøp og salg av verdipapirer betyr at det koster mer å drive aktiv forvaltning enn passiv forvaltning. Undersøkelser av avkastningen i de ulike fondene viser at det er svært få slike fond som over tid har gjort det bedre enn indeksfond.

Børsnoterte fond («Exchange Traded Funds» (ETF)) er et av de raskest voksende segmentene i det globale finansmarkedet, men er lite utbredt i Norge. Dette er fond som handles over børs som en aksje. ETF er gjerne indeksfond. Ved utgangen av 2015

var det kun fire børsnoterte fond på Oslo Børs med en samlet markedsverdi på 3 milliarder kroner.

Noen verdipapirfond er såkalte fond i fond. Det er fond som inneholder andeler i andre fond. Det gjør det enklere å spre risikoen ytterligere, men for andelseierne påløper det da en ekstra forvaltningsavgift.

### 3.7.3. Regulering av verdipapirfond

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

Lovgivningen skiller mellom verdipapirfond og alternative investeringsfond (AIF). AIF har friere investeringsrammer enn verdipapirfond. Det gjelder både plasseringsstrategiene og hvilke finansielle instrumenter, for eksempel derivater, som kan anvendes. Lovgivningen legger til grunn at AIF er best egnet for profesjonelle investorer. For å kunne markedsføre AIF til ikke-profesjonelle investorer må forvaltningsselskapet oppfylle visse tilleggskrav (særsilt tillatelse, egnethetstesting og dokumentasjon, nøkkelinformasjon, tilslutning til klageordning, etc.).

En profesjonell investor kan for eksempel være en institusjonell investor som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, eller et aksjeselskap med høy egenkapital, omsetning eller balanse. Se mer detaljert definisjon i forskrift til verdipapirhandelloven (*Verdipapirforskriften*) § 10-2.

## 3.8. Andre finansforetak

### 3.8.1. Finansieringsforetak

Finansieringsforetakene gir hovedsakelig kortsiktige lån innenfor leiefinansiering (leasing), «factoring», gjeldsbrevslån til næringslivet og forbrukerlån, ofte i tilknytning til kredittkort. Utlånene finansieres i hovedsak gjennom kortsiktige innlån. Foretakenes samlede utlån var om lag 170 milliarder kroner ved utgangen av 2015. Over 30 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.

### 3.8.2. 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 (fondsmegling), 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, ytes aktiv forvaltning normalt ikke sammen med tradisjonell meglervirksomhet, men i separate verdipapirforetak.

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 2015 var det 114 norske verdipapirforetak med konsesjon fra Finanstilsynet. Av disse var 25 banker med konsesjon som verdipapirforetak, herunder DNB.

### 3.8.3. 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 plasserer 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.

### 3.8.4. Såkornelskaper (Venture capital)

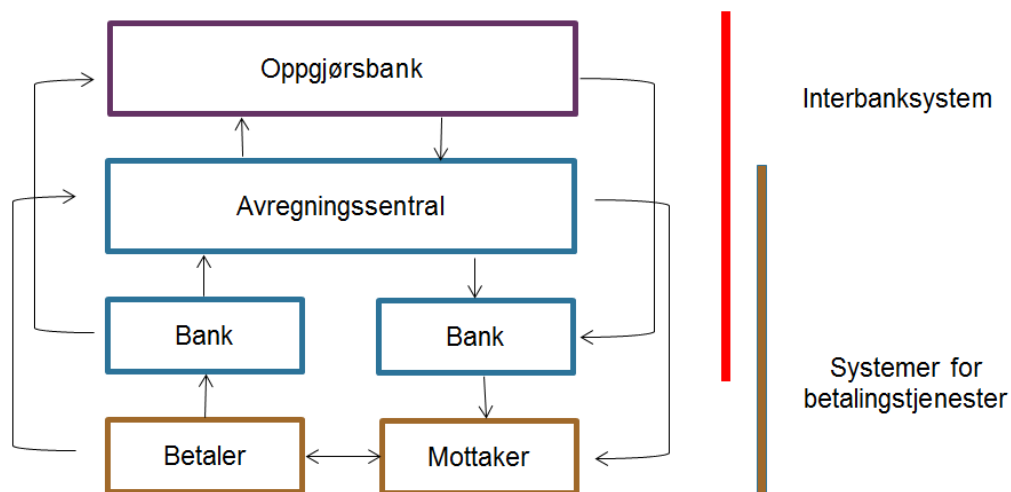
Dette er en type investeringselskaper som investerer i ikke-børsnoterte selskaper. De tilbyr egen- eller fremmedkapitalfinansiering av selskaper i startfasen, spesielt virksomheter i teknologisektoren. Motivasjonen for investeringene er framtidig salg eller børsnotering. Fremmedkapital ytes gjerne som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

## 4. 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 en butikk til transaksjoner i verdipapir- og valutamarkedet. En 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», se figur 4.1. 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.

Figur 4.1 Det norske betalingssystemet



Kjernen i det norske interbanksystemet er Norges Banks oppgjørssystem (NBO) og avregningssystemet «Norwegian Interbank Clearing System» (NICS). Les mer om NICS i *kapittel 4.2.2 Avregningssentralen NICS*. Basert på alle betalinger kundene foretar, beregner NICS hva bankene skylder og har til gode hos hverandre. Resultatet av denne avregningen sendes fire ganger om dagen til NBO. Der justeres saldoene på bankenes kontoer i Norges Bank tilsvarende.

Banker handler valuta for flere hundre milliarder kroner hver dag. Tapene kan derfor bli store om en motpart ikke oppfylder forpliktelsene sine. For å begrense denne risikoen er det etablert en flervalutabank kalt «Continuous Linked Settlement» (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.

Verdipapiroppkjøret (VPO) omfatter oppgjør av penger og verdipapirer knyttet til handel med verdipapirer. Mens betalingene for verdipapirene blir gjort opp i Norges Bank, skjer overføringene av verdipapirene i Verdipapirsentralen ASA (VPS). VPS eier og driver registeret der eierskapet til verdipapirer er dokumentert. Les mer i *Boks: Verdipapirregister i kapittel 4.3* og på [VPS' hjemmesider](#).

Sentrale motparter har en viktig rolle i finansmarkedene. 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 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 sentrale motparter.

## 4.1. Kunderettede betalingstjenester

Kunderettede betalingstjenester er betalinger med relativt små beløp, som skjer i et stort antall og som gjøres mellom privatpersoner, foretak 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, tjenester og andre fordringer. 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 kapittel 3.2*. 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)**.

### **Boks: “Single Euro Payments Area” (SEPA)**

SEPA er et europeisk samarbeid for felles betalingsløsninger. Formålet er å skape en felles europeisk plattform for betalingssystemer 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 vil gjelde for eurobetalinger i og ut av Norge, men ikke for betalinger i norske kroner.



### 4.1.1. Kontanter

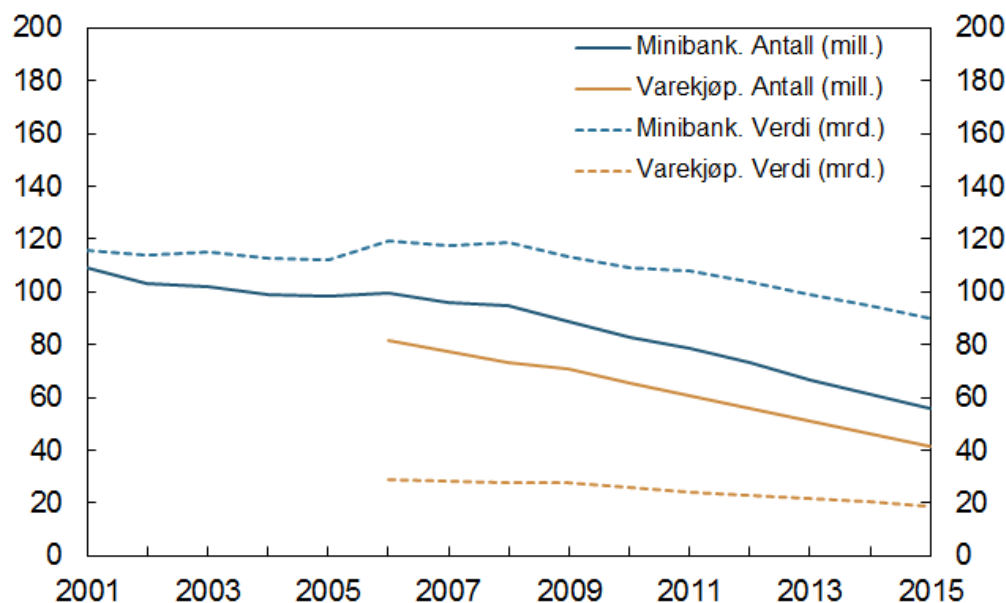
Kontanter er både et betalingsmiddel og et betalingsinstrument. Norske sedler og mynter er en fordring på Norges Bank og har visse likheter med et gjeldsbrev. Det betyr at den økonomiske verdien representeres av seddelen eller mynten. At verdien finnes i kontantene, betyr også at oppgjøret mellom kjøper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

Kontopenger kan gjøres om til kontanter enten over skranken i bankfilialer, ved uttak fra minibank eller ved kontantuttak ved varekjøp. Motsatt kan kontanter gjøres om til kontopenger over skranken i bankfilialer eller i bankenes innskuddsautomater. Gjennomsnittsstørrelsen på uttak fra minibanker var i overkant av 1600 kroner i 2015, mens gjennomsnittsstørrelsen på uttak i forbindelse med varekjøp utgjorde rundt 450 kroner.

Kontanter er tvungne betalingsmidler i Norge for et hvilket som helst beløp. Det betyr at man alltid kan gjøre opp i sedler og mynt utstedt av Norges Bank. 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 tvungen betalingsmiddel.

Andelen kontantbetalinger er redusert de siste årene. Uttak av kontanter både fra minibank og ved varekjøp faller, se figur 4.2. 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

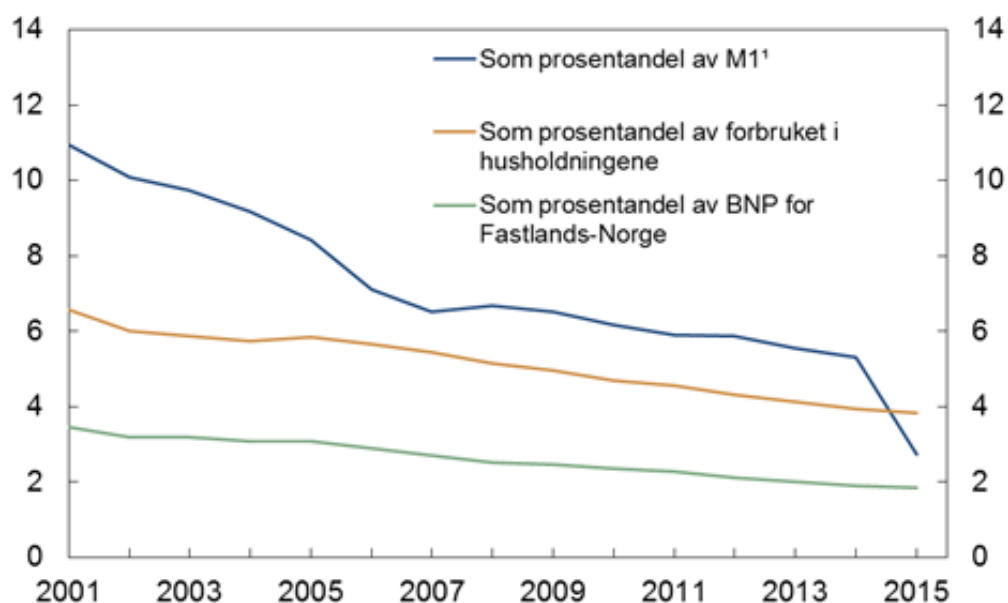
Figur 4.2 Uttak av kontanter fra minibank og ved varekjøp. 2001 - 2015



Kilde: Norges Bank

samme periode, se «Utviklingstrekk i kunderetta betalingsformidling – 2014» Norges Bank Memo 1/2015. 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 4.3. Omlegging av pengemengdestatistikken i 2015 førte til at kontantenes andel av M1 falt, særlig fra 2014 til 2015. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til undersøkelsen av publikums kontantbruk.<sup>4</sup>

Figur 4.3 Verdien av kontanter i omløp som andel av verdien av betalingsmidler (M1), husholdningenes forbruk og BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2001-2015



1) M1 er omdefinert fra og med 2015  
Kilder: Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank

#### 4.1.2. 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.

<sup>4</sup> 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 varehandelskjeder 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 brukstedene.

BankAxept er det nasjonale debetkortsystemet. 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?**

### Boks: Hvordan foregår en betaling med BankAxept-kort?

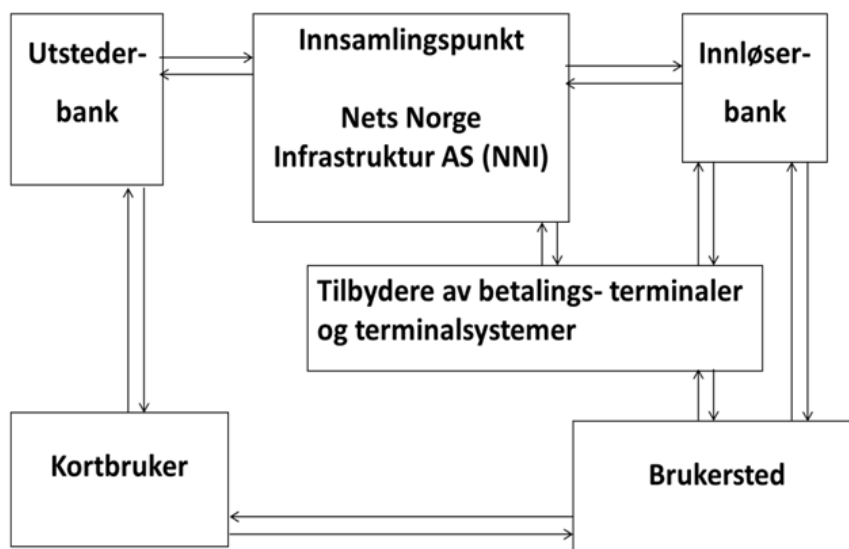
Åtte av ti kortbetalinger i Norge blir utført med BankAxept-kort. De aller fleste av disse betalingene faller inn under kategorien debetkorttransaksjoner. Størstedelen av BankAxept-kortene har også en annen betalingsløsning, som regel VISA. BankAxept blir automatisk valgt i de fleste betalingsterminalene 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 4.4.

Figur 4.4 Transaksjonsflyt i en BankAxept-betaling



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 4.2.2: Avregningssentralen NICS*. Avregning og oppgjør av slike transaksjoner finner sted fire ganger hver ukedag, og fram til oppgjøret er det autoriserte beløpet reservert på betalerens konto slik at det ikke kan brukes en gang til. Etter oppgjøret formidler NICS disse transaksjonsdataene til innløserbanken (brukerstedets bank) for godskriving på kontoen til brukerstedet og til utstederbanken for belastning av kontoen til betaleren.

---

Ved utgangen av 2015 var det 14,7 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**.

### **Boks: Betalinger med mobiltelefon**

Det har lenge vært mulig for bankkunder å bruke mobiltelefonen sin 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 forenklet overføring mellom privatpersoner. Betalingsprogrammene kalles også «digitale lommebøker».

De fleste mobilbetalingsløsningene i det norske markedet i dag er basert på at betalinger og overføringer belastes et betalingskort, se *kapittel 4.1.2 Betalingskort*. Én av løsningene er dessuten i tillegg tilrettelagt for å belaste bankkonto eller e-pengekonto direkte.

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 dersom overføringen skjer mellom kontoer i samme bank. Dersom ulike banker er involvert, vil overføringen typisk ta én dag. Midlene båndlegges likevel fra det øyeblikket betaler godkjenner overføringen.

Ved betalinger på brukersted (i butikk eller på internett) åpner brukeren først betalingsprogrammet (med passord eller fingeravtrykk) og oppretter kontakt med brukerstedet. En enkel manuell operasjon fra brukerens side (vanligvis et sveip over mobilskjermen) godkjenner deretter betalingen.

Det finnes ikke offentlig tilgjengelig statistikk over bruken av de nye mobilbetalingsløsningene. Nedlastningsstatistikk viser imidlertid at DNBs applikasjon Vipps ved utgangen av 2015 hadde blitt lastet ned over 1,2 millioner ganger.

---

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 ikke-finansielle foretak 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.

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.

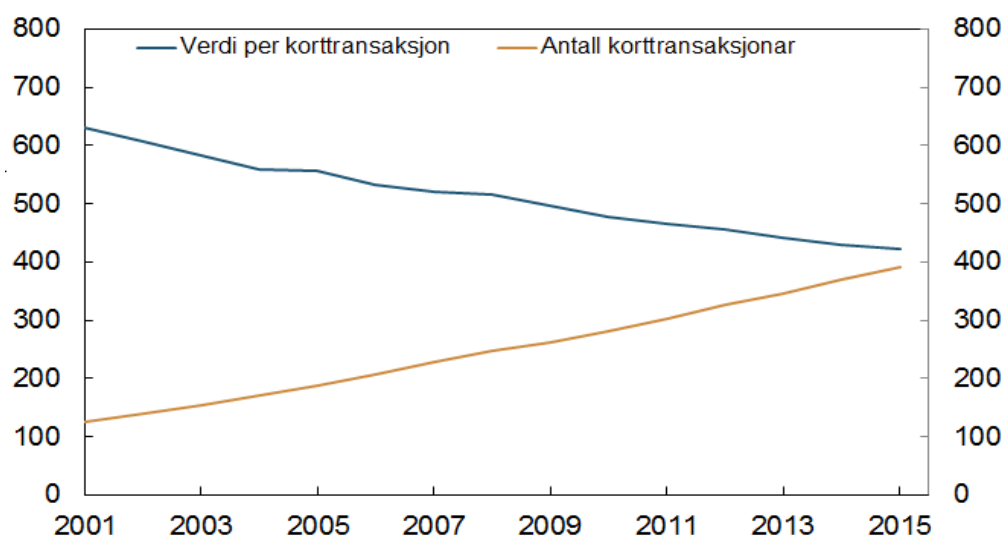
I 2015 ble det gjort drøyt 2 milliarder transaksjoner med betalingskort (varekjøp og kontantuttak). I gjennomsnitt brukte hver innbygger betalingskort 391 ganger i 2015, se figur 4.5. Den gjennomsnittlige verdien på korttransaksjonene var 423 kroner.

### 4.1.3. Girobetalinger

Husholdninger bruker giro for å betale blant annet avdrag og renter på boliglån, kommunale avgifter og restskatt. Foretak bruker giro for eksempel til betalinger av regninger til andre foretak og til utbetaling av månedlig lønn til sine ansatte.

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), vil betalingsprosessen bli helautomatisk for kunden. Både mottakeren og betaleren må ha avtale med banken sin for å gjennomføre en direkte debitering.

Figur 4.5 Antall korttransaksjoner per innbygger per år og verdi per korttransaksjon i kroner. 2001 - 2015



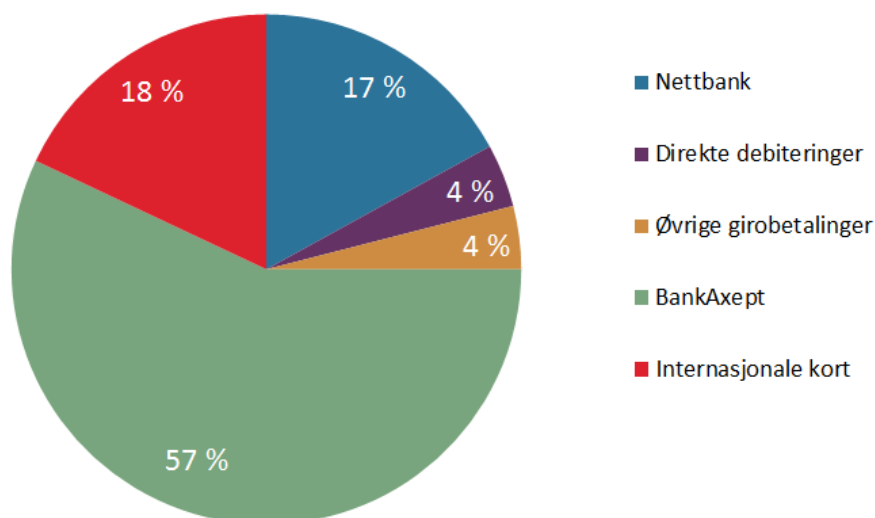
Kilde: Norges Bank

Debet- og kreditoverføring brukes i hovedsak for avstandsbetalinger, altså betalinger der betaler og mottaker ikke møtes direkte. Men samtidig kan enkelte brukerstedsbetalinger 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 2015 var antallet kortbetalinger tre ganger høyere enn antallet girobetalinger, se figur 4.6. Den samlede verdien på girobetalingene er likevel langt høyere enn verdien på kortbetalingene. Mens en gjennomsnittlig korttransaksjon var 423 kroner i 2015, var en gjennomsnittlig nettbankbetaling fra et foretak rundt 62 500 kroner og fra en privatkunde rundt 5 400 kroner.

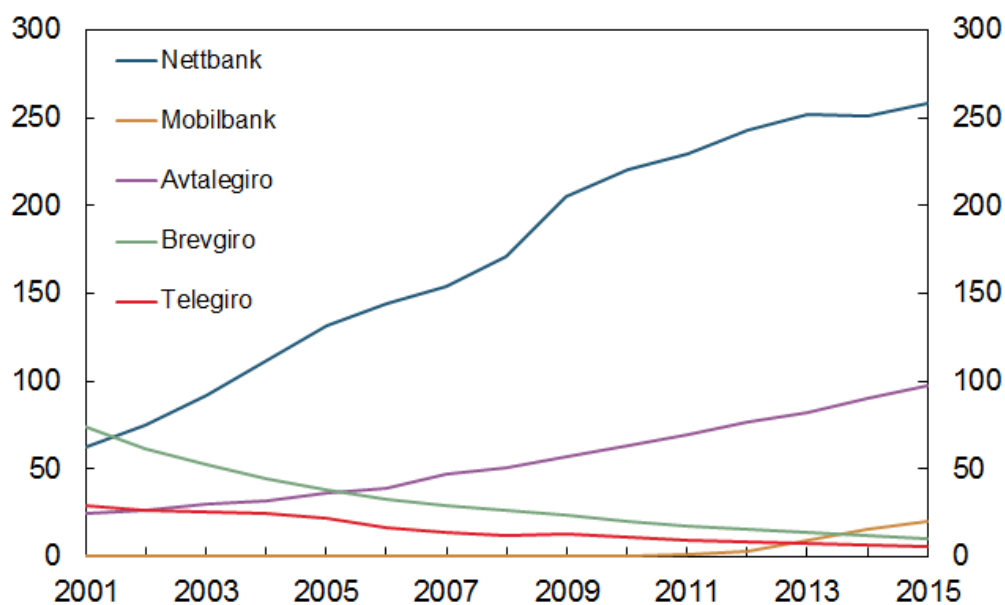
De aller fleste girobetalingene fra personkunder er elektroniske. Figur 4.7 gir en oversikt over ulike girobetalinger. Papirbaserte og manuelle former for girobetalinger, som for eksempel brevgiro og telegiro, er nesten ikke i bruk lenger. Ordinære nettbankbetalinger er den klart vanligste formen for 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.

Figur 4.6 Bruken av ikke-kontante betalingsmidler som del av totale transaksjoner. 2015



Kilde: Norges Bank

Figur 4.7 Debet- og kreditoverføringer fra personkunder. Millioner transaksjoner. 2001 - 2015



Kilde: Norges Bank

Det er forskjeller i kostnadene ved de ulike måtene å betale på. Les mer om dette i **Boks: Kostnader ved bruk av forskjellige betalingsinstrumenter.**

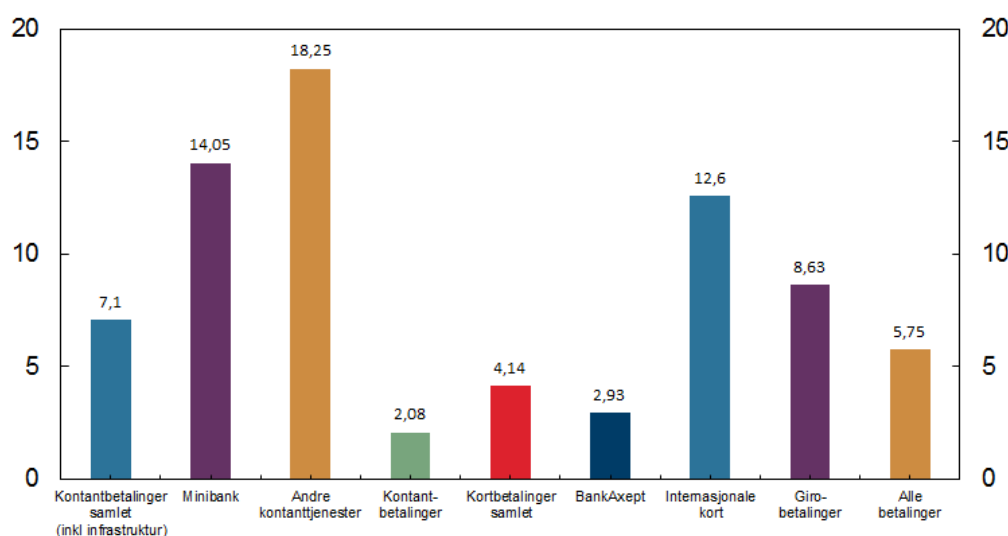
### Boks: Kostnader ved bruk av forskjellige betalingsinstrumenter

Norges Bank publiserte høsten 2014 en undersøkelse av betalingskostnadene, basert på data fra 2013. De samlede samfunnsøkonomiske kostnadene ved bruk av kontanter,

betalingskort og girobetalinger ble anslått til 14,5 milliarder kroner. Det tilsvarte 0,6 prosent av BNP for Fastlands-Norge. Anslaget omfattet kostnader både for dem som tilbyr tjenestene og for dem som bruker tjenestene. Kostnadene hadde falt noe siden en tilsvarende undersøkelse i 2007.

Ulike måter å betale på har ulike samfunnsøkonomiske kostnader. Kontantbetalinger er noe dyrere enn kortbetalinger samlet, men det er stor usikkerhet knyttet til tallene for kontantbetalinger.<sup>5</sup> En viktig årsak til det er at infrastrukturen for å håndtere kontanter til en viss grad er manuell og derfor mer kostnadskreven. Kontantbetalinger har likevel lavere kostnader enn internasjonale betalingskort. Hver betaling med et internasjonalt betalingskort koster mellom 12 og 13 kroner. Til sammenligning koster hver betaling med BankAxept-kort i underkant av 3 kroner, se figur 4.8.

Figur 4.8 Kostnaded ved bruk av forskjellige betalingsinstrumenter. Kroner per transaksjoner. 2013



Kilde: Norges Bank

De store kostnadsforskjellene mellom ulike kortsystemer har i hovedsak to årsaker. For det første krever betalinger med internasjonale kort større ressursinnsats både i bankene og hos de internasjonale kortselskapene. Betalinger med internasjonale kredittkort fører blant annet med seg kostnader til kredittvurderinger, finansieringskostnader i kredittiden og utsending av fakturaer. For det andre gjenspeiler forskjellene i kostnader at bruksområdene for de to korttypene er noe ulike. For eksempel kan ikke BankAxept-kort brukes ved betalinger over Internett. Dersom slike betalinger holdes utenfor, faller kostnaden for hver betaling med internasjonale kort med 1,5 kroner.

<sup>5</sup> Dersom kontantandelen fra undersøkelsen blant brukerstedene legges til grunn, går enhetskostnaden for kontantbetalinger ned fra 7,10 kroner til 3,65 kroner og den totale enhetskostnaden (alle betalinger) reduseres fra 5,75 kroner til 5,07 kroner. Totale samfunnsøkonomiske kostnader som andel av BNP øker fra 0,48 prosent til 0,52 prosent.



## 4.2. Interbanksystemer

### 4.2.1. Norges Banks oppgjørssystem

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 pengepolitikken i *kapittel 2.1 Pengemarkedet* og i *Boks: Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten, i kapittel 2.1.*

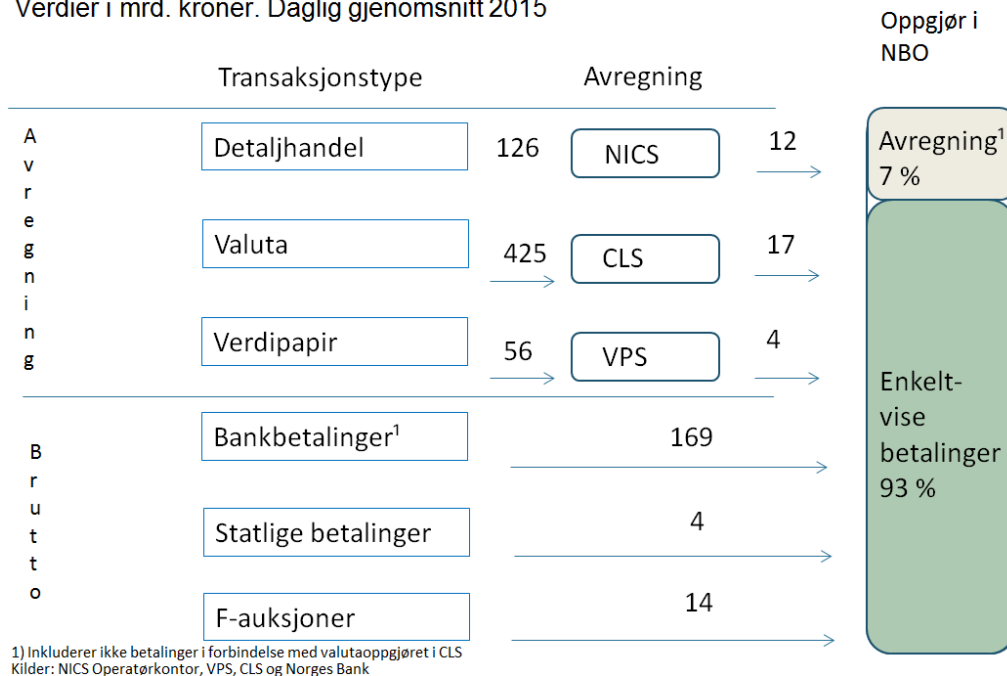
129 banker har konto i NBO, inkludert alle norske banker. Bankene kan delta direkte eller indirekte i de ulike oppgjørene i NBO. Direkte deltakelse betyr at en bank har konto i Norges Bank og sender transaksjoner direkte til oppgjør i NBO. Indirekte deltakelse betyr at en bank lar en annen bank gjennomføre 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 (se ramme nedenfor). 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:

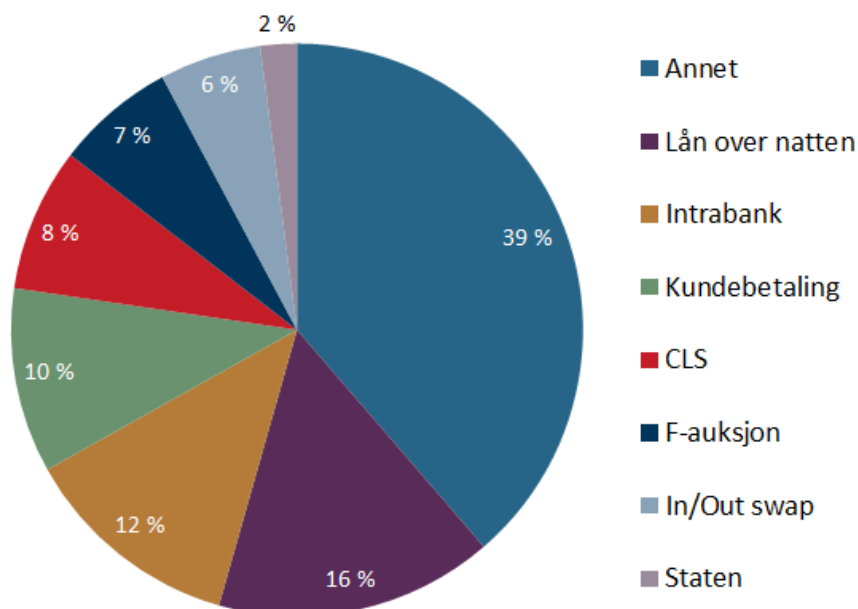
- Bruttooppgjøret (umiddelbart oppgjør av enkelttransaksjoner) står for vel 90 prosent av omsetningen i NBO, se figur 4.9. Her gjøres store finansmarkedstransaksjoner opp, gjerne knyttet til bankenes handel med valuta, likviditetsstyring og betalinger på vegne av kunder, se figur 4.10. Alle norske banker med konto i NBO kan delta direkte i bruttooppgjøret, men bare 10-15 banker deltar aktivt.
- NICS Netto er transaksjoner fra avregningssystemet NICS, se *kapittel 4.2.2 Avregningssentralen NICS*. I NICS Netto inngår i hovedsak vanlige kundebetalinger, men også enkelte finansmarkedstransaksjoner på under 25 millioner kroner.
- Verdipapiroppgjøret er oppgjøret av verdipapirhandler. Her inngår betalinger mellom banker for handler i verdipapiroppgjøret. Oppgjøret av selve verdipapirene skjer i VPS, se *kapittel 4.3 Verdiopapiroppgjøret (VPO)*. Deltakere i VPO som ikke har konto i Norges Bank, gjør opp betalingen av verdipapiroppgjøret gjennom en bank (likviditetsbank).
- Oppgjøret av låneordningen for verdipapiroppgjøret. Låneordning tilbys deltakere som mangler verdipapirer til oppgjøret, se *kapittel 4.3.2 Hvordan gjennomføres Verdipapiroppgjøret? SIX x-clear*, en sentral motpart med hovedsete i Sveits og med filial i Norge, er motpart for alle betalinger i ordningen.

- Derivatoppgjøret. Deltakere i oppgjøret er sentrale motparter og enkelte store banker. I oppgjøret inngår blant annet betalinger knyttet til opsjonspremier, gebyrer og renter.

Figur 4.9 Omsetning i NBO .  
Verdier i mrd. kroner. Daglig gjennomsnitt 2015



Figur 4.10 Bruttooppgjør 2015



Kilde: NICS Operations Office, CLS og Norges Bank

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.

#### **4.2.2. Avregningssentralen 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 (nettoppgjør) fire ganger hver dag:

- Morgenavregningen sendes til oppgjør cirka klokken 05:30
- Formiddagsavregningen sendes til oppgjør cirka klokken 11:00
- Ettermiddagsavregningen sendes til oppgjør cirka klokken 13:30
- Sluttavregningen sendes til oppgjør cirka klokken 15:30

Alle bankene er direkte deltakere i NICS. I nettoppgjøret 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 nettoppgjøret. Når oppgjøret er gjort i NBO, blir nivå 2-bankens konto i oppgjørsbanken belastet eller godskrevet. Ved begynnelsen av 2016 deltok 22 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.

Betalingene som avregnes i NICS, er i hovedsak under 25 millioner kroner. Større betalinger, eller betalinger som er særskilt merket, sendes til NBO for bruttoppgjør, 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. 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.

#### **4.2.3. Risiko ved oppgjør av valutahandler**

Opgjør av valutahandel innebærer en risiko for at motparten ikke greier å oppfylle sin del av avtalen. Risikoen knyttet til slik oppgjørsrisiko 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»**.

### **Boks: «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. Herstatts 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 valutaoppgjøringsrisiko.

---

#### **4.2.4. Valutaoppgjørssystemet CLS**

For å redusere risikoen i valutaoppgjøret ble CLS («Continuous Linked Settlements») opprettet i 2002. Oppgjøret 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 en 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, newzealandske dollar, singaporske dollar, hongkong dollar, japanske yen, koreanske won, mexikanske pesos, israelske shekel, ungarske forint 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 oppgjørsmemberer.

Deltakelse i CLS kan skje enten direkte (som oppgjørsmember) eller indirekte (som tredjepart). Oppgjørsmemberene gjør selv alle inn- og utbetalinger, mens tredjeparter deltar gjennom et oppgjørsmember. 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 oppgjørsmemberet.

Dersom et oppgjørsmember 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](#).

### 4.3. 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). 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 60 milliarder kroner i 2015, mens daglig netto oppgjørsverdi i Norges Bank var om lag 4 milliarder. VPS eies av Oslo Børs VPS Holding ASA. Les mer i **Boks: Verdipapirregister.**

#### **Boks: 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.

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 framkommer 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).**

#### **Boks: TARGET2-Securities (T2S)**

Arbeidet med å skape et indre marked for finansielle tjenester er blitt styrket ved at det i regi av 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 eksemplet er TARGET2-Securities (T2S), som legger til rette for oppgjør av verdipapirhandler over landegrensene.

T2S ble satt i drift juni 2015 med fire verdipapirregistre og skal etter planen innen september 2017 ha med 23 verdipapirregistre. Norges Bank og VPS vil 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. Oppgjøret på verdipapirkonto og sentralbankkonto skjer brutto ved at verdipapirer og penger blir flyttet 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. Ved et oppgjør i verdipapirregister A vil da verdipapirregister B bli belastet eller godskrevet i stedet for bankene som har konto i verdipapirregister B. Verdipapirregister B vil på sin side godskrive eller belaste bankene i sitt eget verdipapirregister.

---

#### 4.3.1. Hvordan inngås handelen?

Finansielle instrumenter handles både på regulerte markedsplasser (typisk børs) og uregulerte markedsplasser (OTC), se også **Boks: Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC**, i kapittel 2.

En investor som ønsker å kjøpe eller selge en aksje på en regulert markedsplass, må inngå et kundeforhold med et verdipapirforetak (megler). Handelen initieres ved at kunden gir megleren 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 koples 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.

#### 4.3.2. Hvordan gjennomføres verdipapiroppgjøret

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

Nærmere 40 verdipapirforetak (meglere) deltar direkte på papirsiden i VPO. Det er verdipapiravdelingene til store norske banker, filialer av utenlandske banker og enkelte norske meglerhus. Vel halvparten av de direkte deltakerne på verdipapirsiden er banker som også deltar direkte i pengeoppgjøret i Norges Bank. Private investorer og enkelte utenlandske banker deltar i VPO gjennom en av de direkte deltakerne.

Prosessen før oppgjøret er forskjellig for aksjer og renteinstrumenter (obligasjoner og sertifikater). Handel med egenkapitalinstrumenter meldes til en sentral motpart, se *kapittel 4.4 Sentrale motparter*. De sentrale motpartene avregner penge- og aksjeposisjonene, og sender disse til VPS. Handel med renteinstrumenter 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>6</sup>.

VPS avregner deltakernes posisjoner før VPO 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 at de sentrale motpartene er både 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 4.3*.

For å bidra til at flest mulig handler skal bli gjort opp som avtalt, har VPS sammen med den sentrale motparten SIX x-clear etablert en låneordning (lånepool) for aksjer tilknyttet VPO. Tjenesten hjelper oppgjørspartene som mangler dekning med å fullføre leveringsforpliktelsene til avtalt tid. Långivere (investorer) og låntakere (oppgjørspartene) er ukjente for hverandre. SIX x-clear trer inn som sentral motpart mellom dem. Låntagerne må stille sikkerhet for lånene. SIX x-clear administrerer kontrakter i låneordningen, holder oversikt over den sikkerhet som den enkelte låntaker må stille, beregner marginkrav, renter og avgifter. Lån blir automatisk tilbakelevert dersom det er dekning på oppgjørspartens VPS-konto. Lånepoolen er tilknyttet formiddagsoppgjøret i VPO og omfatter omtrent 120 børsnoterte aksjer. Det er frivillig for oppgjørspartene å være medlem av poolen og omtrent 40 prosent har valgt å delta.

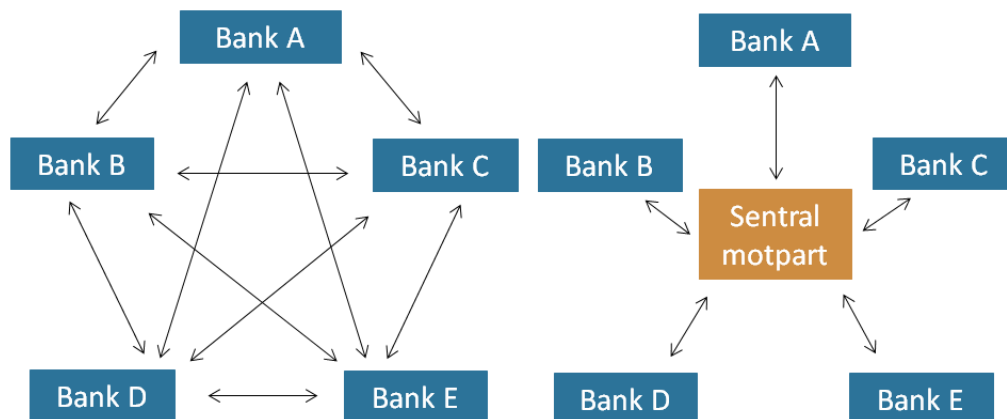
---

<sup>6</sup> Avregning innebærer at det blir beregnet en nettoposisjon for hver bank, på bakgrunn av de avtalte verdipapirtransaksjonene.

## 4.4. 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 i finansielle instrumenter den trer inn som part 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 4.11.

Figur 4.11 Sentrale motparter



### 4.4.1. Bruken av sentrale motparter

Finanskrisen i 2008/2009 viste at bilaterale handler med derivater (OTC-derivater) ikke var sikret med tilstrekkelige marginer. I tillegg hadde myndighetene liten oversikt over de store 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**.

#### Boks: Ny europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater

EU arbeider for å skape et indre verdipapirmarked i EU med mer effektiv konkurranse, større gjennomsiktighet når det gjelder handler og priser og lavere risiko ved 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 er inngått, 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», (HFT)). Aktørene må blant annet utforme de handelsmodellene de bruker, 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 finansielle selskaper som handler derivater på uregulerte markedsplasser. Selskap utenfor finansiell sektor må benytte sentrale motparter for OTC-derivater over en viss størrelse.
- CSDR 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. En 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 (såkalt «single passport»). Aktører utenfor EU kan søke «European Securities and Market Authority» (ESMA) om såkalt tredjelandsgodkjenning. Tilbydere som får en EU-godkjenning (enten direkte eller som tredjeland), blir underlagt felles europeisk tilsyn og overvåking, hvor blant annet ESMA deltar. Stortinget skal ta stilling til om bestemmelsene vil bli tatt inn i EØS-avtalen, og dermed gjelde i Norge.

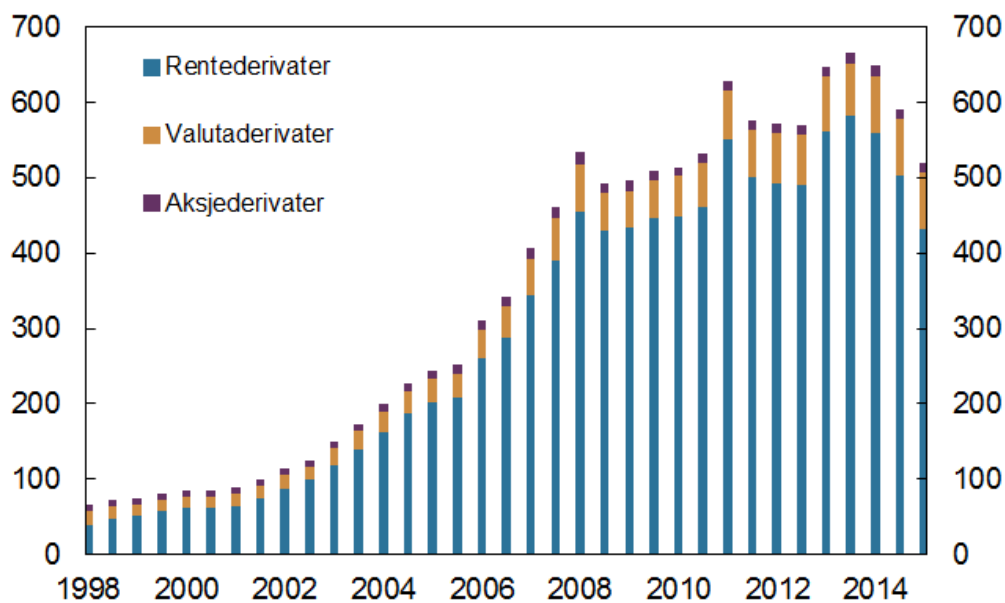
---

Gitt at EMIR implementeres i Norge, vil det bli clearingplikt for norske banker på standardiserte rentederivater. Rentederivater er de klart mest handlede derivatene, se figur 4.12.

For land som har innført EMIR, ble clearingplikt på standard rentederivater innført våren 2016. Det gjelder rentederivater i euro, amerikanske dollar, britiske pund og japanske yen, *se pressemelding fra EU-kommisjonen* 6.8.2015. 10. november 2015 foreslo ESMA («European Securities and Markets Authority») å innføre clearingplikt på rentederivater i norske kroner, *se ESMA's hjemmeside for mer informasjon*.

I dag gjør de norske bankene opp rentederivater både bilateralt og gjennom den britiske sentrale motparten SwapClear, som er en del av LCH.Clearnet Limited. Bankene benytter rentederivater i forbindelse med obligasjonsfinansiering i valuta, se *Boks: Norske bankers obligasjonsfinansiering fra utlandet i kapittel 2.2*. DNB Bank ASA og Nordea Bank Norge 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. Bankene får også høyere kapitalkrav dersom de gjør opp handler i finansielle instrumenter bilateralt enn gjennom en EMIR-godkjent sentral motpart.

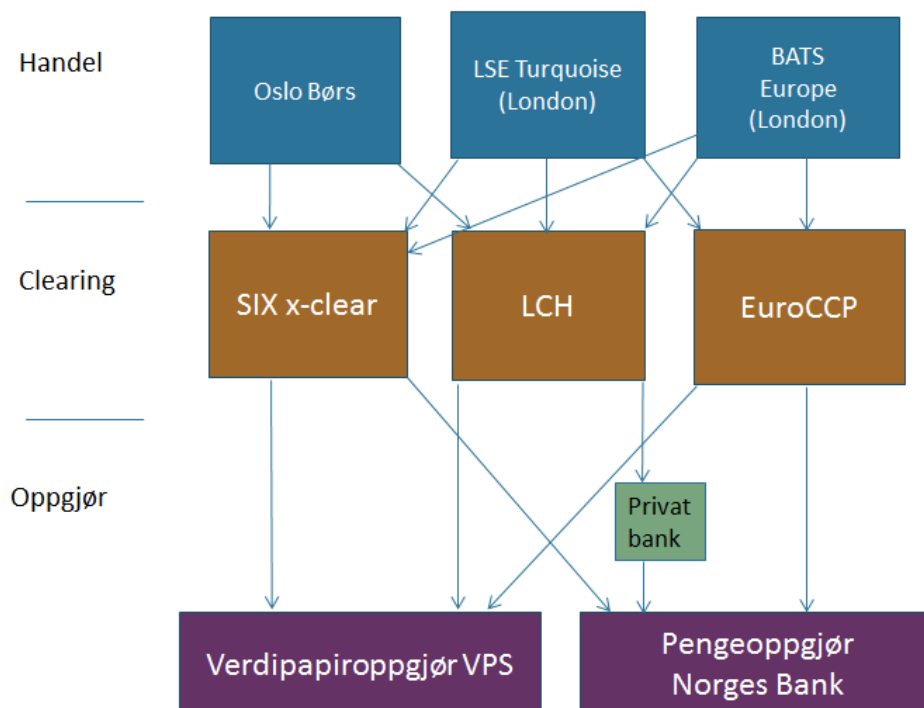
Figur 4.12 Markedet for OTC-derivater globalt. Pålydende utestående beløp. 1000 milliarder USD. 30. juni 1998 – 30. juni 2015



Kilde: Bank for International Settlements

Oppgjør gjennom sentrale motparter 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 de utenlandske aktørene ønsket at det skulle legges til rette for anonymisert handel. Norske aksjer handles også på andre markedsplasser, se figur 4.13. Flere sentrale motparter er aktive på en eller flere markedsplasser. Det fører til at de får posisjoner som må gjøres opp i det norske verdipapiroppjøret, og de sentrale motpartene deltar dermed i pengeoppjøret i Norges Bank, enten direkte eller gjennom en annen bank.

Figur 4.13 Handel, clearing og oppgjør av aksjer i norske kroner

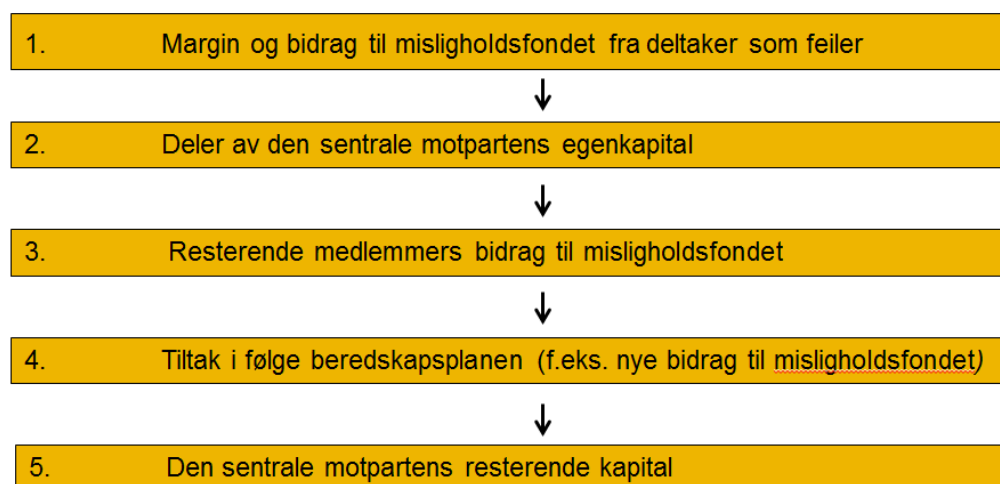


#### 4.4.2. Sentrale motparter styrker finansiell stabilitet

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 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 motparten. Deretter skal eventuelle tap dekkes av bidragene de andre deltakerne har betalt inn til misligholdsfondet, se figur 4.14.

Figur 4.14 Eksempel på en sentral motparts finansielle forsvarsverk



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 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 selv må sørge for å ha god oversikt over eksponeringene mot sentrale motparter og hvilke bidrag bankene kan bli bedt om i en krise.

#### 4.4.3. Sentrale motparter og systemrisiko

Sentrale motparter skal ha klare, 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.Clearnet. 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

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

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 tillitssvikt. 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 (primærinnsidere).
- 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 Noterte foretak Prospekter](#).

Gjennom EØS-avtalen deltar Norge i EUs indre markeder 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, opplysningsplikter 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 2.1*, 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 en tillitskrise mellom dem. I etterkant av finanskrisen har dette ført til mer regulering av derivatmarkedene. 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.

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) selv 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, som for eksempel pengemarkedsfond.

## Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene

Hvor mye tap en bank kan tåle avhenger av hvor mye kapital den har i forhold til eiendelene. Myndighetene har derfor lang tradisjon for å sette krav til hvor mye kapital en bank skal ha. 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. Dette arbeidet forbindes med byen Basel i Sveits der mye av arbeidet har foregått i samarbeid med den Internasjonale oppgjørsbanken (*«Bank for International Settlements» (BIS)*) som holder til der.

### Det internasjonale Basel-regelverket

Baselkomitéen 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. Baselkomitéen har i tre bolker utarbeidet omfattende forslag til regelverk om kapital og likviditet i banker: Basel I, II og III. Komitéen har ingen overnasjonal myndighet, men medlemslandene har forpliktet seg til å introdusere regelverket i sine land.

Baselkomitéen 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 finmasket, 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» (IRB)*). De fleste større banker bruker uansett modeller enten det er IRB eller andre som, basert på historiske tall for tap på ulike typer utlån, beregner risikoen ved bankens utlån. Forventede utlånstap inngår i fastsettingen av utlånsrenten og hvor mye kapital banken bør ha for å tåle tap.

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 I fastsetter minimumskrav som gjelder alle banker. Pilar II er tilleggskrav basert på tilsynsmyndighetens vurdering av risikoen i den enkelte bank. Pilar III omhandler krav om rapportering og informasjon med sikte på å styrke markedsdisiplinen. Disse pilarene ble videreført i Basel III. Den internasjonale finanskrisen i 2008-2009 synliggjorde behovet for bedre regulering av bankenes likviditet. Basel III innførte for første gang kvantitative likviditetskrav, LCR og NSFR, se *kapittel 3.2.6 Likviditetsregulering*. I tillegg er det planlagt å innføre krav til uvektet kapitalandel («leverage ratio»), som et supplement til de risikovektede kapitalkravene.

### Krav til kapitaldekning for norske banker

Egenkapitalandelen, som er definert som egenkapital i prosent av forvaltningskapital (samlede eiendeler), er det tradisjonelle soliditetsmålet for ikke-finansielle foretak. 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 risikoveide eiendeler. Ved konkurs tar både hybridkapital og tilleggskapital tap etter egenkapitalen; hybridkapitalen først. Eiendeler som ikke kan brukes til å dekke tap, blant annet immaterielle eiendeler, trekkes fra egenkapitalen før kapitaldekningen blir beregnet (regulatoriske fradrag). Risikovektingen 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 foretakslån, som er mer risikable.

De viktigste kapitalbegrepene i reguleringen av banker er:

Ren kjernekapital = Egenkapital – Regulatoriske fradrag

Kjernekapital = Ren kjernekapital + Hybridkapital

Ansvarlig kapital = Kjernekapital + Ansvarlig lånekapital

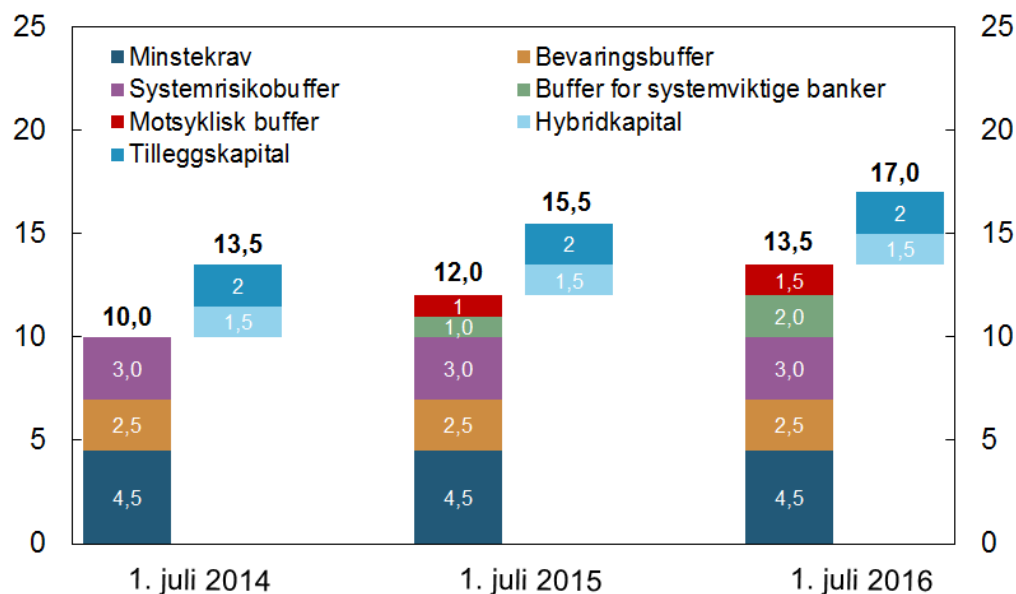
Størrelsen man kommer fram til ved å multiplisere bankens ulike eiendeler (utlån) med tilhørende risikovekt, kalles beregningsgrunnlag (sum risikovektede eiendeler):

$$\text{Beregningsgrunnlag} = \sum_{Vi} \text{Eiendel}_i * \text{Risikovekt}_i$$

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



Figur 5.1 Opptrapping av krav til kapitaldekning i Norge.<sup>1</sup>  
 Prosent av beregningsgrunnlag. 1. juli 2014 – 1. juli 2016



1) Minstekrav og bufferkrav i søylene til venstre hvert år utgjør kravet til ren kjernekapitaldekning. Hybridkapital og tilleggs kapital i søylen til høyre legges til for å få krav til henholdsvis kjernekapitaldekning og kapitaldekning.

Kilde: Finansdepartementet

Minstekravet til bankenes rene kjernekapitaldekning ligger i dag på 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 sin kapitaldekning og kan ikke betale utbytte uten Finanstilsynets tillatelse. Dersom en bank er i ferd med å bryte minstekravet, vil et eget krisehåndteringsregelverk gjelde, se avsnitt 3.2.8 *Krisehåndtering av banker*. Det norske regelverket inneholder fire bufferkrav: bevaringsbuffer, systemrisikobuffer, buffer for systemviktige finansforetak og motsyklisk buffer, se figur 5.1.

**Bevaringsbufferen** skal kunne 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 vurderes annet hvert år.

**Bufferen for systemviktige finansforetak** vil kun gjelde for foretak som er utpekt som systemviktige. Det er bufferkrav både til globalt systemviktige og nasjonalt systemviktige banker. Dette 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 banker 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. Finansdepartementet har utpekt DNB ASA, Nordea Bank Norge ASA og Kommunalbanken AS som nasjonalt systemviktige. Ingen norske finansforetak er utpekt som globalt systemviktige. I

Norden er det kun Nordea-konsernet som er utpekt som globalt systemviktig og som får tilhørende ekstra bufferkrav.

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 fram 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. Disse minstekravene før buffere er henholdsvis 6 og 8 prosent av risikovektet balanse.

## Vedlegg 3: Ordliste

NORGES BANK MEMO  
NR 2 | 2016

DET NORSKE FINANSIELLE  
SYSTEMET

**Annuitetslån:** Et lån som nedbetales med like store terminbeløp, helt til lånet er innfridd. I begynnelsen er avdragsdelen liten, mens rentedelen er stor. (55)

**Ansvarlig kapital:** En finansinstitusjons kjernekapital pluss tilleggskapital. (29, 112)

**Atferdsrisiko (moralsk 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. I finansverdenen knyttes atferdsrisiko ofte til den antatt økte risikovilje en finansinstitusjon tar, i visshet om at det offentlige vil tre inn dersom den får problemer. (69)

**Avregning:** Flere transaksjoner blir avregnet mot hverandre, og for hver deltaker i avregningen blir det beregnet en nettoposisjon. (14, 50, 87, 87, 92, 92, 99, 103, 103)

**Avregningssystem:** Et system som gjennomfører avregningen. Systemet blir normalt eid og drevet av en institusjon. (87, 97)

**AvtaleGiro:** En tjeneste for automatisk betaling av faste regninger. Betalingene initieres av betalingsmottaker (såkalt direkte debitering). (93)

**Bail-in:** Nedskrivning av en finansinstitusjons gjeld og/eller konvertering av gjeld til egenkapital i finansinstitusjonen. (69)

**BankAxept:** Det norske debetkortsystemet. (91, 91, 92, 96, 96)

**«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. (26)

**Baselkomitéen for banktilsyn (BCBS):** Et internasjonalt organ for sentralbanker som er en del av Den internasjonale oppgjørsbanken (BIS). Hovedhensikten er å samarbeide om bankovervåkning. Baselkomitéen har utarbeidet forslag til regelverk for å regulere banknæringen i tre bolker: Basel I, II og III. Komitéen har ingen overnasjonal myndighet, men medlemslandene har forpliktet seg til å introdusere og tilpasse regelverket til sine land. (14, 68, 111)

**Basel I:** Kapitaldekningsregler foreslått av Baselkomitéen i 1988. (111)

**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 I er beregning av minstekrav til ansvarlig kapital, pilar II gjelder vurdering og fastsetting av individuelle kapitalbehov i bankene, mens pilar III omfatter offentliggjøring av finansiell informasjon. (111)

**Basel III:** Nye kapital- og likviditetsstandarder for banknæringen som Baselkomitéen la fram 16. desember 2010. Hovedtrekkene i Basel III er skjerpede minstekrav til kjernekapital, krav om kapitalbuffere, minstekrav til «leverage ratio» (kjernekapitalandel) og kvantitative likviditetskrav. Kravene i Basel III skal innføres gradvis i perioden 2013–2019. (67, 112)

**Basisswap:** En kombinert rentebytte- og valutabytteavtale. ([23](#), [32](#), [43](#))

**Beregningsgrunnlag (sum risikovektede eiendeler):** Beregningsgrunnlaget utgjør nevneren i uttrykkene for beregning av finansinstitusjoners rene kjernekapitaldekning, kjernekapitaldekning og kapitaldekning. Hvilke risikovekter som kan benyttes ved beregningen framgår av kapitaldekningsregelverket. ([111](#), [112](#))

**Betalingsinstrumenter:** Måtene vi overfører betalingsmidler på. ([59](#), [88](#), [95](#))

**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. ([10](#), [13](#), [54](#), [58](#), [59](#), [65](#), [88](#), [89](#), [89](#))

**Betalingsystemer:** Betalingsystemene inkluderer både interbanksystem og de instrumentene og prosedyrene som blir benyttet for overføring av penger fra eller mellom kundekonti i banker og finansforetak. Interbanksystem er basert på felles regler for avregning, oppgjør og overføring av betalinger mellom banker. ([6](#), [7](#), [11](#), [13](#), [14](#), [14](#), [52](#), [59](#), [59](#), [65](#), [87](#), [87](#), [88](#), [97](#), [101](#))

**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. ([36](#), [36](#))

**Bytteavtale (swap):** En kontrakt der to motparter bytter kontantstrømmer med hverandre. De to vanligste formene for bytteavtaler er rentebytteavtaler og valutabytteavtaler. ([23](#), [31](#), [41](#))

**Bytteordningen:** Ordning, innført under den internasjonale finanskrisen i 2008, der 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. ([33](#))

«**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. ([24](#))

**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 debiteret hver gang kortet blir brukt. ([90](#), [91](#), [92](#))

**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.) ([7](#), [11](#), [15](#), [16](#), [22](#), [25](#), [26](#), [26](#), [31](#), [33](#), [37](#), [41](#), [46](#), [50](#), [50](#), [85](#), [98](#), [104](#), [104](#), [105](#), [106](#), [107](#), [108](#), [110](#))

**Egenkapitalandel:** Egenkapital dividert med sum eiendeler. ([45](#), [112](#))

**Elektronisk faktura (e-faktura):** Helelektroniske regninger. ([93](#))

**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. (88)

**Euribor («Euro Interbank Offered Rate»):** Renten på usikrede utlån i interbankmarkedet i Eurosonen. (25)

**«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. (90)

**«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 Baselkomitéen og EUs regelverksarbeid. (14)

**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. (52, 107)

**Foliorente:** Renten bankene får på sin foliokonto (brukskonto) i Norges Bank. Foliorenten er Norges Banks styringsrente. (20, 24)

**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. (101, 103)

**Forvaltningskapital:** Bokført verdi av alle eiendelene i en finansinstitusjon. (53, 53, 53, 56, 60, 67, 75, 79, 81, 112, 113)

**Framtidig renteavtale (FRA):** En framtidig renteavtale er en gjensidig bindende avtale om en framtidig rente i en gitt periode for et bestemt beløp. Rente, periode og beløp avtales ved kontraktsinngåelse. (26)

**Girobetaling:** En betalingstjeneste brukt til å overføre penger mellom juridiske personer i Norge. Kan være elektronisk eller blankettbasert og basert på kontanter eller kontopenger. (88, 94, 96, 99)

**Gjeldsbelastning (husholdninger):** Lånegjeld i prosent av korrigert 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 sikkerheter og er et vanlig instrument i sentralbankenes styring av likviditeten i banksystemet (sentralbanklikviditeten). (16, 17, 21, 21, 22)

**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. (104)

**Hedgefond:** En samlebetegnelse på verdipapirfond der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. "Hedging" betyr å skaffe seg sikring mot risiko, men formålet er også høy avkastning. Forvaltningen baseres gjerne på å utnytte ulike typer av ineffisienser i markedene. Fondene er stort sett private og lukkede og tilbys ikke til det brede publikum. Dermed har de ikke vært underlagt like strenge reguleringer fra myndighetene som ordinære verdipapirfond. ([41](#), [82](#))

**Herstatt-risiko:** Risikoen for en part i en valutahandel skal betale sin del av handelen uten at motparten betaler sin del. Parten som ikke mottar betalingen, kan risikere å miste hovedstolen i handelen. ([99](#), [100](#))

**Hovedstol:** Det opprinnelige gjeldsbeløpet, uten påløpte renter eller omkostninger. ([27](#))

**Hybridkapital:** Kapital med lavere prioritet enn ansvarlige 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. ([34](#), [112](#), [112](#))

**Høyrisikoobligasjoner:** Obligasjoner utstedt av foretak med kredittgradering lavere enn BBB-, også kalt «high yield» og «junk bonds». ([34](#), [35](#))

**Immaterielle eiendeler:** Verdier i selskapet som ikke er fysiske gjenstander man kan ta på, som for eksempel forskning og utvikling, varemerker, forretningsnavn og patenter. Verdiene kan også ligge i en virksomhets gode navn og rykte, kundekrets, IT-systemer m.m. ([112](#))

**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. ([21](#), [23](#), [26](#))

**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. ([69](#))

**IRB-modeller:** Interne modeller («internal ratings-based») som bankene kan benytte for å beregne risikovekter og kapitalbehov for kredittrisiko etter Baselregelverket. ([111](#))

**Kapitaldekning:** Ansvarlig kapital dividert med beregningsgrunnlaget. ([29](#), [34](#), [66](#), [111](#), [112](#))

**Kjernekapital («Tier 1»):** En finansinstitusjons egenkapital pluss hybridkapital minus fradragposter. ([67](#), [68](#), [112](#))

**Kjernekapitaldekning:** Kjernekapital dividert med beregningsgrunnlaget. ([67](#), [112](#))

**Kredittforetak:** Foretak som finansierer sin utlånsvirksomhet ved utstedelse av obligasjoner. ([7](#), [18](#), [21](#), [27](#), [30](#), [31](#), [31](#), [32](#), [33](#), [35](#), [43](#), [52](#), [52](#), [53](#), [58](#), [61](#), [63](#), [69](#))

**Kredittkort:** Betalingskort som ikke er knyttet til en bankkonto, men med en kreditt som kan avtales nedbetalt uavhengig av når kortet blir brukt. ([44](#), [85](#), [90](#), [92](#), [94](#), [96](#))

**Kredittmarked:** Et marked der man handler med gjeld med ulike løpetider. Kredittmarkedet består av penge- og obligasjonsmarkedet. ([56](#), [57](#))

**Kredittrisiko:** Risiko for tap ved at en låntaker ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtale. ([12](#), [27](#), [28](#), [30](#), [33](#), [34](#), [35](#), [58](#), [100](#), [111](#))

**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. ([27](#), [29](#))

**LIBOR («London Interbank Offered Rate»):** LIBOR er renten på usikrede utlån i interbankmarkedet i London. ([25](#))

**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 markedsuro. Kravet er at brøken skal være minimum 100 prosent. ([68](#), [112](#))

**Likviditetsrisiko (finansielle markeder):** Risikoen for at det blir vanskelig eller dyrt å omsette et verdipapir i markedet. ([12](#), [27](#), [45](#))

**Likviditetsrisiko (finansinstitusjoner):** Risikoen for at en finansinstitusjon ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller, uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger. ([12](#), [13](#), [67](#))

**Løpetid:** Tidsrommet mellom utstedelsestidspunkt og forfallstidspunkt. ([7](#), [10](#), [12](#), [16](#), [17](#), [18](#), [18](#), [19](#), [20](#), [21](#), [22](#), [22](#), [24](#), [26](#), [27](#), [28](#), [28](#), [29](#), [30](#), [32](#), [32](#), [33](#), [35](#), [37](#), [41](#), [41](#), [56](#), [65](#), [67](#), [68](#), [70](#))

**Løpetidspremie:** Ekstra avkastning investorer krever for å investere i obligasjoner med lengre løpetid, framfor å rullere plasseringer i obligasjoner med kortere løpetid over samme tidsperiode. ([27](#))

**Markedsfinansiering:** En finansinstitusjons markedsfinansiering er definert som: Lån i og innskudd fra kredittinstitusjoner (herunder Norges Bank) + sertifikatgjeld + obligasjonsgjeld + ansvarlig lånekapital + fondsobligasjoner. Netto markedsfinansiering er fratrukket markedsfordringer med samme løpetid. ([34](#), [57](#), [63](#), [64](#), [65](#), [67](#))

**«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. ([38](#), [39](#), [50](#))

**Mislighold:** Mislighold går som regel ut på at en avtalt ytelse leveres for sent, uteblir eller at den avtalte ytelse har en mangel. ([24](#), [107](#), [108](#))

**Motpartsrisiko:** Risiko for tap som kan oppstå dersom motparten i en kontrakt ikke klarer å møte sine forpliktelser. ([88](#))

**«Net Stable Funding Ratio» (NSFR):** Stabil finansiering i prosent av lite likvide eiendeler. EU legger opp til å innføre minstekrav til stabil finansiering innen 2018. Kravet er at NSFR skal være minimum 100 prosent. ([68](#), [112](#))

**NIBOR («Norwegian Inter Bank Offered Rate»):** NIBOR eller pengemarkedsrenten er renten på lån mellom bankene. NIBOR er en valutaswaprente. ([24, 25, 28](#))

**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). ([20, 24](#))

**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. ([21](#))

**Næringsmarked (bankene):** I hovedsak ikke-finansielle private foretak og personlige næringsdrivende (sektorene 21000–25000 og 82000–83000). ([61](#))

**Obligasjon:** Et rentebærende papir med opprinnelig løpetid over 1 år. ([7, 15, 15, 16, 22, 23, 25, 27, 27, 28, 29, 31, 33, 35, 36, 37, 39, 46, 49, 58, 59, 61, 63, 68, 69, 79, 79, 81, 86, 102, 103, 103](#))

**Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF):** OMF er verdipapirer som utstedes av et OMF-kredittforetak med sikkerhet i lån til bolig eller næringseiendom. Kredittforetakene er eid av bankene. ([22, 29, 31, 32, 33, 35, 39, 43, 58, 63, 69, 70](#))

**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 fram i tid. ([22, 23, 26, 41, 43, 50, 50, 98](#))

**OTC («Over the counter»):** Derivater som ikke handles gjennom børs eller regulert marked, men som i stedet omsattes privat mellom to parter (over disk = «over the counter»). ([15, 15, 22, 22, 26, 37, 39, 41, 51, 102, 104, 105, 106, 108](#))

**Overgangsregelen:** Overgangsregelen innebærer at beregningsgrunnlaget (sum risikovektede eiendeler) for IRB-banker må utgjøre minst 80 prosent av hva det ville vært med Basel I. ([111](#))

**Pengemarkedsfond:** En type verdipapirfond hvor andelseiernes kapital investeres i rentepapirer med maksimal bindingstid på 1 år (pengemarkedsinstrumenter). ([60, 82, 110](#))

**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. ([21, 36](#))

**Publikum (K2):** Omfatter de institusjonelle sektorene: kommuneforvaltningen, offentlige ikke-finansielle foretak, private ikke-finansielle foretak og husholdninger (sektorene 11100–25000, 65000–85000 og 08000). ([71, 113](#))

**Rammelån:** Rett 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. ([55](#))



**Reassuranse/gjenforsikring:** Måten forsikringsselskapene 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 forsikringsselskaper kan reassurere, men det finnes også egne selskaper som spesialiserer seg på reassuranse. ([74](#))

**Ren kjernekapitaldekning:** Kjernekapital fratrukket hybridkapital som inngår i kjernekapitalen, dividert med beregningsgrunnlaget. ([112](#), [114](#))

**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. ([23](#), [26](#), [26](#), [31](#), [108](#))

**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. ([111](#), [112](#), [112](#), [114](#))

**Senior bankobligasjoner:** Bankobligasjoner som gir eierne høyere prioritet til selskapets verdier enn eierne av ansvarlige lån og egenkapital. ([29](#), [34](#))

**Sentral motpart:** En sentral motpart er en institusjon som trer inn i en handel og blir kjøper for selger og selger for kjøper. ([50](#), [88](#), [97](#), [103](#), [104](#), [104](#), [105](#), [106](#), [106](#), [107](#), [108](#))

**Serielån:** Lån som nedbetales med like store avdrag i hele låneperioden. I tillegg kommer rentene, som avtar, slik at terminbeløpene også avtar. ([55](#))

**Sertifikater:** Et rentebærende papir med opprinnelig løpetid på under 1 år. ([15](#), [16](#), [18](#), [21](#), [27](#), [46](#), [60](#), [63](#), [70](#), [71](#), [79](#), [103](#))

**Sikkerhetsmasse:** Betegnelse på de eiendelene til en utsteder av Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) som obligasjonseierne har fortrinnsrett til. ([33](#), [70](#))

«**Single passport**»: En tilbyder av finansielle tjenester med godkjennelse i ett EU-land kan drive virksomhet i hele EU. ([105](#))

**Soliditet (bank):** En banks evne til å tåle tap og samtidig overholde kapitaldekningskrav. ([14](#), [112](#))

**Spothandel:** Kjøp og salg av valuta for umiddelbar levering. ([41](#))

**Spotkurs:** Kursen som gjelder nå (dagens kurs). ([22](#), [23](#), [41](#))

**Stabil finansiering:** Egenkapital, lån med lang løpetid og innskudd fra husholdninger og enkelte foretak. ([63](#), [68](#))

**SWIFT** («The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications»): Kommunikasjonssystem for utveksling av bekreftelser, betalingsoppdrag og kontoutskrifter mellom finansinstitusjoner. ([42](#))

**Systemviktig bank:** En bank som med stor sannsynlighet vil utløse finansiell ustabilitet dersom den får store finansielle eller operasjonelle problemer. Finansdepartementet har utpekt DNB, Nordea Bank Norge og Kommunalbanken som systemviktige institusjoner i Norge. Listen over systemviktige institusjoner skal oppdateres årlig. ([13](#), [69](#), [70](#), [113](#), [113](#))

**Tapsabsorberende evne:** Kjennetegn ved kapital som kan nedskrives for å dekke tap eller underskudd, for eksempel egenkapital. ([66](#))

**Terminkurs:** Kursen ved kjøp og salg av valuta på et framtidig tidspunkt. ([22](#), [23](#), [41](#))

**Termintillegg:** Differansen mellom terminkursen og spotkursen. Gjenspeiler ofte differansen i rentenivå mellom ulike valutaer. ([22](#), [23](#), [41](#))

**Tilleggs kapital («Tier 2»):** Ansvarlig lånekapital. Den delen av bankenes ansvarlige kapital med dårligst tapsabsorberende evne. ([112](#))

**«Tri-party repos»:** Repo (gjenkjøpsavtale) hvor de to partene som inngår kontrakten lar en tredje part håndtere utvekslingen av ytelser mellom dem. ([22](#))

**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. ([15](#), [16](#), [18](#), [23](#), [27](#), [28](#), [30](#), [32](#), [34](#), [34](#), [36](#), [37](#), [37](#), [45](#), [70](#), [86](#))

**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 framtidig tidspunkt. ([16](#), [17](#), [21](#), [21](#), [22](#), [23](#), [31](#), [41](#), [43](#))

**Valutatermin:** Avtale om kjøp eller salg av et gitt valutabeløp til en avtalt kurs på et bestemt framtidig tidspunkt. Terminprisen blir fastsatt på grunnlag av spotkursen ved inngåelse av avtalen samt forventet rentedifferanse mellom valutaene i avtalens løpetid. ([43](#))

**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) ([16](#), [18](#), [18](#), [21](#), [27](#), [30](#), [33](#), [46](#))

**Verdipapiriserte obligasjoner («Asset Backed Securities» (ABS)):** Obligasjoner oppstått gjennom verdipapirisering, se under. ([33](#))

**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. ([33](#))

**Verdipapirregister:** Register over rettigheter til finansielle instrumentet, 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. 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. ([46](#), [98](#), [101](#), [102](#), [105](#), [109](#))