



NORGES BANK

2019

**DET NORSKE
FINANSIELLE SYSTEMET**

EN OVERSIKT

Utvalgte nøkkeltall – Det norske finansielle systemet



BNP
(Bruttonasjonalprodukt)

3 536 mrd

BNP
Fastlands-Norge

2 907 mrd



Statens
pensjonsfond utland
(Oljefondet)

8 256 mrd



Kontanter
i omløp

45 mrd



Innskudd
i bankene

2 511 mrd



Daglig gjennomsnittlig
omsetning i valutamarkedet

333 mrd



Antall
banker

126



Utlån fra finansforetak
til privatpersoner, bedrifter
og kommuner

5 351 mrd



Utestående
i obligasjonsmarkedet

2 071 mrd



Verdi på
Oslo Børs

2 503 mrd



Forsikringsforetakenes
forvaltningskapital

1 674 mrd



Korttransaksjoner
per innbygger per år

475



Gjeld som
andel av BNP

196,6

1 = 2,84 M.Cap = 14,344,414 M

Det norske finansielle systemet

Norges Bank

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

ISSN 2535-3993 (online)
ISSN 2535-3985 (trykt utg.)
ISBN 978-82-8379-102-0 (online)
ISBN 978-82-8379-103-7 (trykt utg.)

Innhold

| | |
|--|-----------|
| FORORD OG LESEVEILEDNING | 8 |
| DET FINANSIELLE SYSTEMET | 9 |
| Det finansielle systemets hovedoppgaver | 10 |
| Gi personer og bedrifter muligheter til å låne og spare | 10 |
| Gjennomføre betalinger | 12 |
| Håndtere risiko | 13 |
| Boks: Hva er penger? | 13 |
| Utviklingstrekk | 14 |
| Tilsyn med og regulering av det finansielle systemet | 14 |
| Boks: Risikoer i det finansielle systemet | 15 |
| Internasjonalt samarbeid | 16 |
| 1 FINANSMARKEDENE | 18 |
| Boks: Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC | 18 |
| 1.1 Pengemarkedet | 19 |
| Boks: Likviditet | 19 |
| 1.1.1 Aktører i pengemarkedet | 20 |
| 1.1.2 Usikrede pengemarkedsinstrumenter | 20 |
| Boks: Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten | 21 |
| 1.1.3 Certifikater og statskasseveksler | 22 |
| 1.1.4 Sikrede pengemarkedsinstrumenter | 22 |
| 1.1.5 Referanserenter i pengemarkedet | 23 |
| Boks: Derivater | 24 |
| 1.1.6 Markedet for rentederivater | 25 |
| 1.2 Obligasjonsmarkedet | 26 |
| 1.2.1 Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet | 26 |
| Boks: Renter og risikopåslag på obligasjoner | 27 |
| Boks: Lån med sikkerhet | 29 |
| 1.2.2 Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet? | 30 |
| Boks: Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet | 31 |
| 1.2.3 Hvem investerer i obligasjonsmarkedet? | 33 |
| 1.2.4 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner | 33 |
| 1.2.5 Annenhåndsmarkedet for obligasjoner | 34 |
| 1.2.6 Andre aktører i obligasjonsmarkedet | 35 |
| 1.3 Valuta | 35 |
| 1.3.1 Valutamarkedet | 36 |
| 1.3.2 Instrumenter i valutamarkedet | 36 |
| Boks: Valutakoder (ISO 4217) | 36 |
| 1.3.3 Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet | 37 |
| 1.3.4 Reisevaluta | 39 |

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

| | |
|---|-----------|
| 2.8 Andre finansforetak | 66 |
| 2.8.1 Finansieringsforetak | 66 |
| 2.8.2 Verdipapirforetak | 66 |
| 2.8.3 Investeringselskap | 66 |
| 2.8.4 Såkornselskaper (venture capital) | 66 |
| 2.8.5 Folkefinansiering | 67 |
| 3 FINANSIELL INFRASTRUKTUR | 68 |
| 3.1 Kunderettede betalingstjenester | 69 |
| 3.1.1 Kontanter | 69 |
| Boks: «Single Euro Payments Area» (SEPA) | 69 |
| 3.1.2 Betalingskort | 70 |
| Boks: Hvordan foregår en betaling med BankAxept-kort? | 71 |
| Boks: Betalinger med mobiltelefon | 72 |
| Boks: Betalinger med REALTIDSOPPGJØR | 73 |
| 3.1.3 Girobetalinger | 74 |
| Boks: PSD2 og formidlingsgebyrforskriften | 74 |
| 3.2 Interbanksystemer | 75 |
| 3.2.1 Norges Banks oppgjørssystem (NBO) | 75 |
| 3.2.2 Avregningsentralen NICS | 77 |
| 3.2.3 Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS | 77 |
| Boks: Digitale sentralbankpenger | 77 |
| 3.3 Verdipapiroppgjøret (VPO) | 78 |
| Boks: «Herstatt-risiko» | 78 |
| 3.3.1 Hvordan inngås handelen? | 79 |
| 3.3.2 Hvordan gjennomføres verdipapiroppgjøret? | 79 |
| Boks: TARGET2-Securities (T2S) | 79 |
| 3.4 Sentrale motparter | 80 |
| 3.4.1 Bruken av sentrale motparter | 80 |
| 3.4.2 Sentrale motparter og finansiell stabilitet | 81 |
| 3.4.3 Sentrale motparter og systemrisiko | 82 |
| Boks: Europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater | 83 |
| VEDLEGG 1: REGULERING AV FINANSMARKEDER OG MARKEDSPLASSER | 84 |
| VEDLEGG 2: REGULERING AV KAPITALEN I BANKENE | 86 |
| VEDLEGG 3: VIKTIGE LOVER FOR DET FINANSIELLE SYSTEMET | 89 |
| VEDLEGG 4: ORDLISTE | 92 |

Forord og leseveiledning

Det Norske Finansielle systemet gir en samlet oversikt over det finansielle systemet i Norge, hvilke oppgaver det utfører og hvordan disse oppgavene blir utført. Rapporten er ment som et oppslagsverk og en lærebok. Den retter seg mot et bredt publikum, og det er lagt vekt på en enkel fremstilling. Profesjonelle deltakere i det finansielle systemet kan også finne nyttig informasjon. Det er lagt inn lenker til andre mer utfyllende Norges Bank-publikasjoner og til andre institusjoner slik at leserne kan fordype seg videre i de temaene som er av interesse. Faguttrykk er forklart i egen ordliste, se *Vedlegg 4: Ordliste*.

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

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

Oslo, juni 2019

Det finansielle systemet

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

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

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

Det finansielle systemet består av mange ulike institusjoner, markeder og infrastrukturer. Vi har i rapporten gruppert systemet i finansmarkeder, finansforetak og finansiell infrastruktur, se tabell 1.

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

I en utvidet definisjon av det finansielle systemet kan det være naturlig å ta med flere aspekter. Det kan for

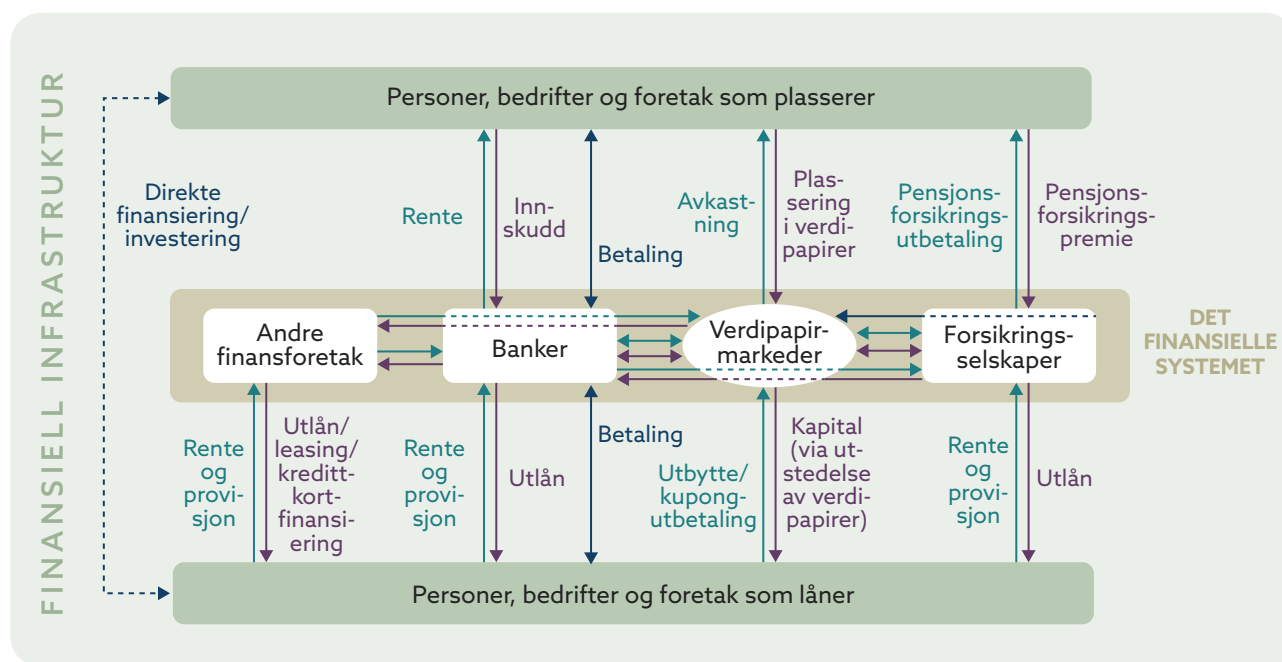
eksempel være institusjoner og mekanismer som gir sikkerhet for inngåtte kontrakter og som sørger for troverdig informasjon til effektiv kredittformidling og risikohåndtering. Det gjelder tilsyn, regulering, rettighetsregister, regnskap, revisjon, kredittvurdering og annen finansanalyse.

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

Tabell 1

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

Figur 1 Hva skjer i det finansielle systemet?



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

DET FINANSIELLE SYSTEMETS HOVEDOPPGAVER

Gi personer og bedrifter muligheter til å låne og spare

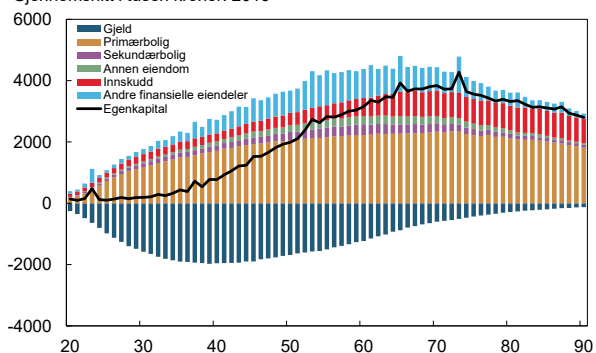
De fleste trenger å låne penger. Privatpersoner låner til utdannelse, boligkjøp, større forbruksutgifter eller for å dekke opp for midlertidig inntektsbortfall. Samtidig har de fleste behov for å oppbevare penger når inntektene overstiger utgiftene, det vil si når de

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

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

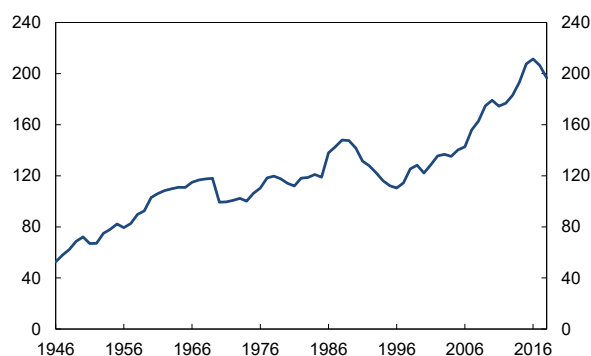
Stat og kommuner kan også låne for å finansiere investeringer, og for å finansiere viktige utgifter ved et tilbakeslag i økonomien. Likeledes trenger de sparealternativer når tidene er gode. Den norske stat har siden 1990 spart en stor del av statens petroleums-

Figur 2 Formue, gjeld og egenkapital etter alder på hovedinntektstaker. Gjennomsnitt i tusen kroner. 2016



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3 Samlet kreditt (K3) som andel av BNP. Prosent. 1946 – 2018



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

inntekter i det internasjonale finansmarkedet gjennom Statens pensjonsfond utland.

Når inntekten øker i et samfunn, er det en tendens til at både gjeld og finansielle fordringer øker enda mer, se *Finansiell stabilitet 2018*. Norges Bank. I Norge er den samlede gjelden til privat sektor og kommunene (K3) målt som andel av verdiskapingen nesten firedoblet siden 1946, se figur 3.

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

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

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

på mange investeringer (låntakere). Det reduserer risikoen for at sparerne blir påført tap. Bankene har også spesialisert seg på å vurdere låntakernes risiko. Myndighetene har satt i verk ulike tiltak for at det skal være sikkert å plassere innskudd i norske banker, herunder innskuddssikring, se kapittel 2.2.7 *Innskuddsgaranti i Norge*. Sparerne kan derfor ha innskudd uten å måtte vurdere hvordan bankene plasserer innskuddene. Sikkerheten innskuddssikring bidrar til, legger til rette for sparing og investering for samfunnet og for den enkelte fordi innskuddssikring tar bort behovet for å undersøke om pengene er trygge.

Banksparing er spesielt fordi bankinnskudd også brukes til å gjøre betalinger, og derfor fungerer som penger. I dag er bankinnskudd det dominerende betalingsmiddelet i utviklede land. De fleste som sparer i bank ønsker derfor at midlene skal være raskt tilgjengelige, det vil si at de bør være likvide. Les mer i boks: **Likviditet** i kapittel 1. Samtidig ønsker mange som tar opp banklån mulighet for lang nedbetalingstid. Bankene spiller her en viktig rolle ved å gjøre om kort-siktige innskudd til langsiktige utlån. Dette kalles løpetidstransformasjon. Les mer om løpetids-transformasjon i kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*.

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

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

Gjennomføre betalinger

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

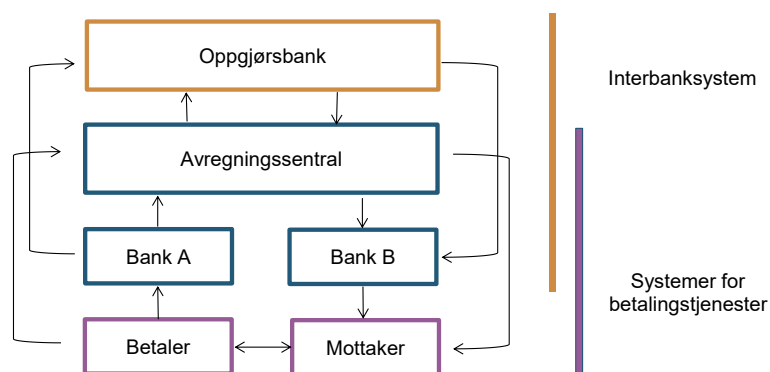
I en ren bytteøkonomi må hver av partene i en transaksjon finne frem til et byttemiddel som den andre parten aksepterer. I en pengeøkonomi kan alle gjøre opp med et allment gyldig byttemiddel: Penger. Penger kan være sedler eller mynter som er allment gyldige blant annet fordi det er fastsatt i loven at de skal være det. Men det kan også være kontopenger som er allment gyldige i den utstrekning de kan byttes i kontanter til samme beløp. Det meste av transaksjonene i økonomien gjøres opp med kontopenger. Tillit til banksystemet er en forutsetning for at konto-

penger skal være allment aksepterte. Les mer om penger i boks: **Hva er penger?**

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

Et pengesystem gir vesentlig forenklet byttevirksomhet. Det reduserer transaksjonskostnadene i økonomien og legger til rette for bedre samfunnsmessig arbeidsdeling. Et velfungerende betalingssystem kjennetegnes ved at pengeoverføringer gjennomføres på en sikker måte, til avtalt tid og til lav kostnad. Betalingssystemet er en sentral del av et lands infrastruktur og viktig for stabiliteten til den nasjonale valutaen, det finansielle systemet og økonomien generelt.

Figur 4 Det norske betalingssystemet



Håndtere risiko

Både personer og bedrifter ønsker å forsikre seg mot risiko. Forsikring mot for eksempel brann, tyveri og bilskader kan kjøpes av skadeforsikringsforetak. Livsforsikringsforetak og pensjonskasser selger forsikring som gir utbetaling ved blant annet uførhet og tidlig død. De tilbyr også individuelle private pensjoner og kollektive pensjoner knyttet opp til arbeidsforhold som supplement til den offentlige pensjonen gjennom folketrygden.

Bedrifter kan ønske å sikre seg mot ulike økonomiske risikoer knyttet til virksomheten. Det kan være risiko knyttet til fremtidige priser både på innsatsvarer og ferdige produkter. Valutakursrisiko og risiko for endret rente er andre eksempler. Ved hjelp av både finansielle instrumenter og derivater kan bedriftene fjerne eller redusere slike risikoer. De som selger derivater kan

styre sin risiko ved at de tilbyr sikring til kunder med motsatte behov, dekker risikoen ved å eie de underliggende instrumentene eller videreselger risiko til andre. Kapitalmarkedet bidrar også til spredning og omfordeling av risiko knyttet til investeringer. De som sparer kan styre risikoen ved å eie verdipapirer med forskjellig risiko. Spredningseffekten reduserer også risikoen for dem som sparer i verdipapirfond eller plasserer midler i formuesforvaltningsforetak.

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

HVA ER PENGER?

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

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

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

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

hver bank vedkommende har konto. Bankene er også særskilt regulert av myndighetene.

Utviklingstrekk

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

De fleste betalingene gjøres elektronisk. Betalingsapplikasjoner til mobiltelefoner, også kalt digitale lommebøker, har det siste året fått stor utbredelse i Norge. Det er i første rekke mobilbetalinger mellom privatpersoner som har økt mye.

Kontanenes andel av publikums betalingsmidler blir stadig mindre, mens kontopengenes andel vokser. Norges Bank vil undersøke hvordan effektiviteten i det norske betalingssystemet vil påvirkes av en nedgang i kontantbruken, og om elektroniske sentralbankpenger kan tilføre ønskede egenskaper til fremtidens betalingssystemer, se boks: **Digitale sentralbankpenger** kapittel 3.

Den norske banksektoren er dominert av norskeide banker, men utenlandske banker har tatt større markedsandeler de siste årene. Norske myndigheter samarbeider med andre hjemlandsmyndigheter om tilsyn og regulering av utenlandske banker med virksomhet i Norge.

Forbrukslån har vokst raskt de siste årene. Forbrukslån er kredittkortgjeld og annen gjeld som ikke har pantesikkerhet. Bankene må derfor ha mer egenkapital bak forbrukslån enn boliglån. Myndighetene og bransjen har iverksatt tiltak som innføring av gjeldsregister, retningslinjer for godkjenning av forbrukslån, krav knyttet til fakturering av kredittkortgjeld og retningslinjer for markedsføring. Det skal gi et mer velfungerende kredittmarked med økt åpenhet, bedre kredittvurdering og bedre forbrukerbeskyttelse, les mer i kapittel 2.

Forbrukslånene har vært svært lønnsomme for långiverne. Renten har vært høy og tapene små. De bankene som gir slike lån er medlemmer av Bankenes sikringsfond. Det har gitt dem lave innlånskostnader. Den gode lønnsomheten har ført til etablering av flere nye banker rettet spesielt mot markedet for forbrukslån. Samlet har Bankenes sikringsfond fått (brutto) 14 nye norske banker som medlemmer i årene 2016–2018.

Utviklingen av digitale plattformer har gitt nye og økte finansieringsmuligheter. Folkefinansiering innebærer at mange enkeltpersoner finansierer et foretak, et prosjekt eller en privatperson. Folkefinansiering brukes typisk for å hente inn kapital til mindre prosjekter og små- og mellomstore foretak. Små bedrifter kan ofte ha vanskeligheter med å få lån fra banker eller innhente egenkapital ved hjelp av verdipapirforetak eller venturekapitalmiljøer. Folkefinansiering kan gi økt verdiskaping hvis det bidrar til at flere forventet lønnsomme prosjekter blir realisert, se kapittel 2.8.5 *Folkefinansiering*.

Utviklingen av digitale plattformer har også gjort det mer effektivt å koble sammen banker og potensielle kunder/innskytere. En innskuddsplattform er en digital markeds plass for bankinnskudd. Kundene kan være privatpersoner, bedrifter, kommuner, fylkeskommuner m.m. Bankene annonserer innskuddsbetingelsene sine på innskuddsplattformen og kundene får en samlet oversikt over ulike tilbud. Innskyteren blir kunde direkte hos banken, og ikke hos innskuddsplattformen som bare fungerer som et mellomledd, se boks **Innskuddsplattform** i kapittel 2.

TILSYN MED OG REGULERING AV DET FINANSIELLE SYSTEMET

Et velfungerende finansielt system er svært viktig for en moderne økonomi. Dersom det ikke lenger blir mulig å gjennomføre betalinger eller å få lån, vil konsekvensene for hele økonomien raskt bli store. Derfor er det finansielle systemet gjenstand for mer regulering og tilsyn av myndighetene enn de fleste andre sektorer i økonomien, se også *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet*. Les mer om de viktigste risikotypene i det finansielle systemet i boks: **Risikoen i det finansielle systemet**.

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

Dersom kravene ikke overholdes, kan tillatelsen inndras.

Kravene kan være knyttet til mengden av egenkapital et foretak skal ha, at eiendelene (aktivaene) skal være likvide eller at styret og ledelsen skal være egnet til å drive virksomheten. Reguleringene kan dels være

RISIKOER I DET FINANSIELLE SYSTEMET

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

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

Likviditetsrisiko er risikoen for at et foretak ikke klarer å oppfylle sine forpliktelser når de forfaller uten at det oppstår vesentlige ekstraomkostninger. Likviditetsrisiko oppstår på grunn av forskjell i løpetid mellom bankers aktiva og passiva. Typisk har bankene innskudd som kunden disponerer uten oppsigelsestid, mens utlåne 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 markedslivviditet, se boks: **Likviditet** i kapittel 1.

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

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

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

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

direkte for eksempel i form av forbud mot å drive visse aktiviteter. Eller de kan være indirekte i form av kapitalkrav som avhenger av hvor stor risiko institusjonen tar. I finansmarkedene omfatter reguleringen ofte selve markedsplassen, for eksempel i form av hvilke grupper som kan delta. Det er også krav til informasjon til allmennheten, aktører og myndigheter.

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

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

Bankene må være effektive og sikre for at 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 ansvar for at systemet som helhet fungerer.

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

INTERNASJONALT SAMARBEID

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

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

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

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

Også EU-regelverket gjenspeiler i stor grad de internasjonale standardene.

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

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

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

1 Finansmarkedene

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

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

OMSETNING AV VERDIPAPIRER: BØRS OG OTC

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

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

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 verdipapirer med noe omsetning, stiller meglere såkalte indikative kjøps- og salgskurser. Man kan som regel ikke handle på disse prisene. Handelen avtales via telefon eller «chat» på et datanettverk. Prisene det faktisk handles til ligger som regel godt innenfor de indikative kjøps- og salgskursene. De fleste obligasjoner omsettes 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 bedre tilgang på kapital og bedre fordelingen av risiko. Aktørene bruker også finansmarkedene til å styre risiko gjennom kjøp og salg av instrumenter med ulike risikoegenskaper. Penge-, valuta- og derivatmarkedene har viktige funksjoner gjennom å omfordele likviditet og ulike risikoer. Disse markedene brukes også til spekulasjon om utviklingen i makroøkonomiske størrelser og finansielle aktiva. Det bidrar til prisdannelsen i markedet og er et element i omfordelingen av risiko. I markeder der det er mye omsetning, prises instrumentene ofte slik at ny informasjon raskt gjenspeiles i prisene. Dette gir viktig informasjon til både sparere og låntakere, og kan bidra til en bedre utnyttelse av ressursene i økonomien.

Myndighetene regulerer aktiviteten i markedene og på markeds plassene, men i noe mindre utstrekning enn hva som er tilfellet med finansforetak som banker og forsikringsforetak. Les mer i *Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markeds plasser*. Se også *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet*.

1.1 PENGEMARKEDET

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

Banksektorens viktigste instrumenter i pengemarkedet er usikrede interbanklån, der lån over natten er viktigst, og sikrede lån i form av valutabytteavtaler. Det er også markeder for usikrede lån i form av stats-

LIKVIDITET

Likviditet er et begrep med flere betydninger.

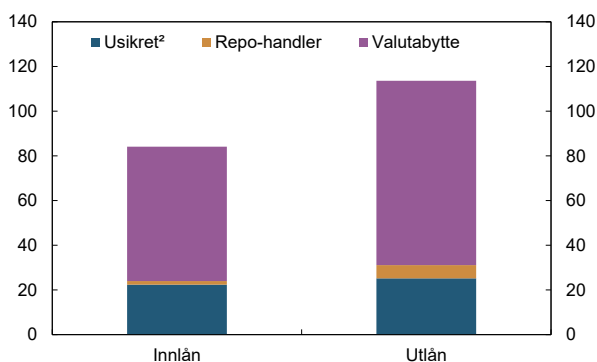
Med **likviditeten til en eiendel** menes hvor enkelt den kan gjøres om til penger og dermed brukes til kjøp av varer, tjenester og andre eiendeler. Kontanter og bankinnskudd er penger og er dermed mest likvid, mens fast kapital i for eksempel bolig er mindre likvid.

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

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

Med **sentralbanklikviditet** (sentralbankreserver) menes bankenes innskudd i sentralbanken. Denne størrelsen er sentral for fastsettelsen av de kort-siktige markedsrentene og for gjennomføringen av betalinger i økonomien.

Figur 1.1 Inn- og utlån i pengemarkedet fordelt på instrument.¹
Daglig gjennomsnitt. Milliarder kroner. April 2018



1) Ikke alle banker deltar i pengemarkedsundersøkelsen. Dette kan skape avvik mellom rapporterte inn- og utlån.

2) «Usikret» inneholder kun usikrede lån og innskudd, ikke sertifikater.

Kilde: Norges Bank

kasseveksler og sertifikater, og sikrede lån i form av gjenkjøpsavtaler (repoer).

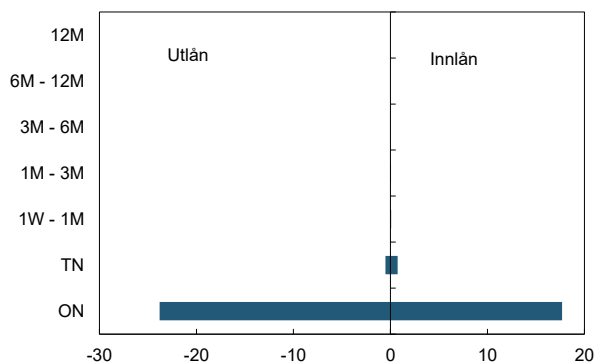
Figur 1.1 er hentet fra Norges Banks pengemarkedsundersøkelse og viser daglig ut- og innlån fordelt på ulike instrumenter i april 2018, se *Pengemarkedsundersøkelsen* på Norges Banks nettsider.

1.1.1 Aktører i pengemarkedet

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

Forsikringsforetak, finansieringsforetak, kredittforetak og kommuner/ fylkeskommuner deltar også i pengemarkedet når de har behov for å låne eller plassere midler over korte perioder. Forsikringsforetakene plas-

Figur 1.2 Usikrede ut- og innlån i pengemarkedet fordelt på løpetid.^{1,2}
Interbank. Daglig gjennomsnitt. Milliarder kroner. April 2018



1) Ikke alle banker deltar i pengemarkedsundersøkelsen. Dette kan skape avvik mellom rapporterte inn- og utlån.

2) Løpetidene er fra ON (over natten), TN (tomorrow next: fra i morgen til påfølgende handledag), 1W (en uke) til 1M (en måned) osv. opp til 12M (tolv måneder).

Kilde: Norges Bank

serer 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 bedrifter er det i hovedsak de største selskapene som er store nok til å kunne benytte seg av pengemarkedet, i hvert fall som låntakere. Mindre aktører kan spare 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 en sentral aktør i pengemarkedet. Gjennom markedsoperasjoner styrer Norges Bank den totale mengden sentralbankreserver i bank-systemet. Norges Bank tilbyr stående innskudds- og utlånsfasiliteter til bankene som en del av likviditetsstyringen, se boks: **Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten**.

1.1.2 Usikrede pengemarkedsinstrumenter

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

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 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 Norges Bank (2010) «Liquidity management system: Floor or corridor?», *Staff Memo 4/2010*, Norges Bank (2011) «Systemer for likviditetsstyring: Oppbygging og egenskaper», *Staff Memo 5/2011* og Norges Bank (2016) «Penger, sentralbankreserver og Norges Banks likviditetsstyringssystem», *Staff Memo 5/2016*.

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

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

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

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

1.1.2.1 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 1.2.

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

1.1.3 Certifikater og statskasseveksler

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

Certifikater utstedt av staten kalles for statskasseveksler og er statens kortsiktige opplåning. Statskasseveksler utstedes som nullkupongpapirer med løpetid inntil ett år. Det innebærer at de ikke har rentebetaling, kupong, men utstedes til en kurs lavere enn pålydende verdi og løses inn til pålydende verdi ved forfall. Forskjellen mellom utstedelseskurs og innløsningskurs utgjør «rentebetalingen». 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 («hollandsk auksjon»). Det er bare et utvalg banker, såkalte primær-

handlere, som har tilgang til å delta direkte i auksjonene. I annenhåndsmarkedet noteres og handles de norske statspapirene på Oslo Børs. Annenhåndsomsetningen i statspapirene er regulert gjennom en primærhandleravtale mellom Norges Bank og primærhandlerne. Primærhandlerne har for et gitt minimumsbeløp plikt til å stille bindende kjøps- og salgskurser på Oslo Børs. I de siste årene har også stadig flere elektroniske handelsplattformer blitt tatt i bruk for å handle statspapirer.

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

1.1.4 Sikrede pengemarkedsinstrumenter

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

1.1.4.1 Gjenkjøpsavtaler (repoer)

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

Siden gjenkjøpsavtaler er et lån der långiveren mottar verdipapirer som sikkerhet, innebærer det liten risiko for långiver. Dersom låntaker ikke skulle gjøre opp for seg ved avtalens forfall, har långiver isteden tilgang på verdipapirene som er stilt som sikkerhet. I prinsippet kan alle verdipapirer som er omsettelige i rentemarkedet brukes i gjenkjøpsavtaler. Hvor mye man

får låne, avhenger imidlertid av kvaliteten på verdipapiret og hvor lett det er å selge dette i markedet. En viktig forskjell på en gjenkjøpsavtale og et vanlig lån med sikkerhet i et verdipapir er at i en gjenkjøpsavtale er långiver juridisk eier av sikkerheten i lånets løpetid. Sikkerheten kan dermed disponeres av långiver frem til gjenkjøpsavtalen forfaller.

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

1.1.4.2 Valutabytteavtaler

I en valutabytteavtale (valutaswap) blir to parter enige om å bytte en valuta mot en annen valuta for en gitt periode, se boks: **Derivater**. Ved å inngå en valutabytteavtale kan en bank som har utenlandsk valuta, men som trenger likviditet i kroner, bytte til seg kroner for en gitt periode. En valutabytteavtale mellom to

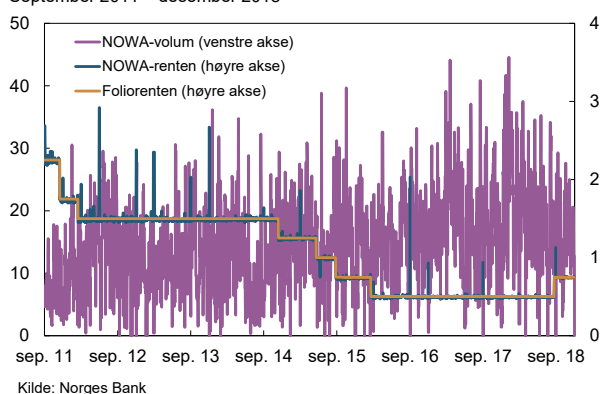
banker kan også ses på som et sikret interbanklån. Forskjellen fra markedet for gjenkjøpsavtaler er at utlåneren mottar sikkerhet i form av en annen valuta, ikke i form av verdipapirer. Partene i en valutabyttehandel bytter valuta til gjeldende spotkurs i valutamarkedet og avtaler å bytte tilbake på et fremtidig tidspunkt til en kurs avtalt i dag. Denne fremtidige kursen kalles terminkursen. Forskjellen mellom spotkursen og terminkursen, det såkalte termintillegget, uttrykker rentedifferansen mellom de to valutaene for den aktuelle løpetiden.

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

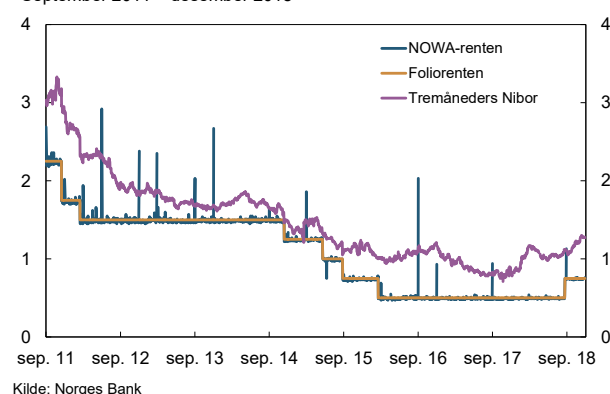
1.1.5 Referanserenter i pengemarkedet

En referanserente er en rente som benyttes som utgangspunkt for prising av andre finansielle instrumenter. Referanserenter spiller en kritisk rolle i det globale finansielle systemet. Store verdier er knyttet opp mot disse rentene gjennom ulike finansielle produkter og låneavtaler. Pengemarkedsrenter er mye brukt som referanserenter.

Figur 1.3 NOWA-renten og rapportert omsatt utlånsvolum. Rente i prosent. Volum i milliarder kroner. September 2011 – desember 2018



Figur 1.4 Foliorenten og korte pengemarkedsrenter. Prosent. September 2011 – desember 2018



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 nyttige i risikostyringen. For finansielle derivater er de grunnleggende avtaletypene terminkontrakter og opsjoner.

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

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

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

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

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

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

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 14 milliarder kroner, se figur 1.3. Det veide gjennomsnittet av renten på disse handlene kalles NOWA-renten («Norwegian Overnight Weighted Average»). NOWA-renten brukes som referanserate av banker for noen innskudd til finansielle foretak og bedrifter. Den publiseres daglig, se Finans Norges hjemmesider. NOWA-renten er den første norske pengemarkedsrenten som noteres basert på faktiske handler og har i gjennomsnitt vært lik renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten) siden den ble innført, se figur 1.4.

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 rapporter, 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 Norges Bank (2012) «Risikopåslagene i Nibor og andre lands interbankrenter», *Staff Memo 20/2012*, Norges Bank (2015) «En dekomponering av Nibor», *Aktuell Kommentar 3/2015* og Norges Bank (2016) «Hva driver Nibor-påslaget», *Aktuell Kommentar 10/2016*.

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

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

settelse av referanserentene for usikrede lån innebærer derfor skjønnsutøvelse fra bankenes side.

G20-landene har gjennom Financial Stability Board (FSB) tatt initiativ til å reformere referanserentene. Dette som respons på avsløringer av forsøk på manipulasjon av internasjonale referanserenter og en nedgang i aktiviteten i det usikrede interbankmarkedet i etterkant av finanskrisen. Norges Bank har i samråd med finansnæringen opprettet en arbeidsgruppe for alternative referanserenter i norske kroner, se «Arbeidsgruppe alternative referanserenter i norske kroner (ARR)». Første del av gruppens arbeid er å fremme forslag til mulige alternative referanserenter og hva som skal til for å få disse rentene etablert. Senere vil gruppen jobbe med hvordan slike renter kan tas i bruk som referanse.

1.1.6 Markedet for rentederivater

Rentederivater er mye brukt for å sikre seg mot svingninger i rentene. Banker er viktige aktører i dette markedet. En årsak er at bankene kan betale fast rente på sin obligasjonsgjeld, mens de i all hovedsak mottar flytende rente på utlån til husholdninger og bedrifter. Renten på slike utlån kan for eksempel være knyttet til den flytende renten Nibor. Hvis Nibor faller, risikerer banken at renteinntektene blir lavere enn renteutgiftene. Bankene kan sikre seg mot effekten av slike rentendringer ved å inngå en rentebytteavtale (renteswap) med Nibor som referanserate, se boks: **Derivater**. 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 fremtidig renteavtale (FRA) brukes i hovedsak til å ta posisjoner ut fra forventninger om tremåneders Nibor på et fremtidig tidspunkt. Ved å kjøpe en FRA-kontrakt med tremåneders Nibor som referanserate forplikter man seg til å betale den faste FRA-renten i

bytte mot tremåneders Nibor på et fremtidig gitt tidspunkt (ofte på IMM-datoer). Hvis tremåneders Nibor har steget mer enn det som var priset inn i FRA-renten, vil en aktør som har avtalt å betale FRA-renten tjene på dette på samme måte som ved kjøp av en rentebytteavtale.

1.1.6.1 Aktører i markedet for rentederivater

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

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

1.1.6.2 Markedsplasser og omsetning

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

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

For mer informasjon om BIS-undersøkelsen, se Norges Banks nettsider.

1.2 OBLIGASJONSMARKEDET

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

Obligasjonsmarkedet er et organisert marked for utstedelse og omsetning av obligasjoner, og kan deles i et førstehåndsmarked og et annenhåndsmarked. Førstehåndsmarkedet er 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 utstede (emittere) obligasjoner, som kjøpes av investorer. De største utstederne i obligasjonsmarkedet er banker og kredittforetak, staten og bedrifter. Blant de største investorgruppene finner vi livsforsikringsforetak og pensjonskasser, verdipapirfond og banker. Obligasjoner er omsettelige, og etter utstedelse kan de selges videre mellom investorer i annenhåndsmarkedet. For obligasjoner som jevnlig omsettes, er prisingen i annenhåndsmarkedet en viktig kilde til informasjon om risikoen knyttet til utstederne, les mer i boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner.**

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

1.2.1 Sentrale begreper i obligasjonsmarkedet

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

1.2.1.1 Løpetid

De fleste obligasjoner har løpetid fra ett til ti år, men noen har opp mot 20–30 år. Det har utenfor Norge også blitt noe mer vanlig med såkalte «ultralange» statsobligasjoner. Disse kan ha løpetid på 40–100 år.

RENTER OG RISIKOPÅSLAG PÅ OBLIGASJONER

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

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

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

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

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

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

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

Løpetiden bestemmes av låntaker ut fra behovet for finansiering. Når løpetiden bestemmes, vil låntakeren også ta hensyn til hvor lenge investorene ønsker å plassere penger. Obligasjoner med innløsningsrett inneholder en klausul som enten gir utsteder eller investor rett til å kreve at lånet innfris før forfall. Dersom innløsningsretten gjelder utsteder, kan denne velge å kjøpe obligasjonen tilbake fra investoren til en på forhånd avtalt kurs. Innløsningsrett for obligasjonseieren gir tilsvarende rett til å selge obligasjonen tilbake til utsteder til en på forhånd avtalt kurs.

1.2.1.2 Rente

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

Kupongrenten som betales underveis kan være fast eller flytende. Obligasjoner med flytende rente betaler en kort referanserente (typisk 3 måneder Nibor) pluss et fast risikopåslag, se boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner**. For slike obligasjoner varierer rentesatsen med rentenivået i økonomien. Obligasjoner med fast rente betaler en på forhånd fastsatt rente-

sats i hele lånets løpetid. For slike obligasjoner vil renten på utstedelsestidspunktet reflektere både aktørens forventninger til det generelle rentenivået, og aktørens kompensasjon for risikoen i det bestemte lånet. I Norge er det mest vanlig med obligasjoner med flytende rente, men alle statsobligasjoner utstedes med fast rente. Noen obligasjoner har renteregulering. Det innebærer at renten kan endres underveis i lånets løpetid etter nærmere bestemte regler.

1.2.1.3 Prioritet

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

Sikrede obligasjoner har pant i eller fortrinnsrett til bestemte eiendeler på 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**. 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 lånekapital*. Ansvarlig lånekapital vil, etter egenkapitalen, ta tap

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

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Banker og kredittforetak | 772 | 830 | 857 | 915 |
| Statsforvaltningen | 338 | 383 | 390 | 405 |
| Kommuneforvaltningen | 83 | 90 | 99 | 104 |
| Norske ikke-finansielle foretak (bedrifter) | 268 | 272 | 305 | 321 |
| Utlandet | 248 | 268 | 284 | 296 |
| Øvrige | 16 | 19 | 24 | 22 |
| SUM | 1 725 | 1 862 | 1 959 | 2 064 |

Kilde: Statistisk sentralbyrå

LÅN MED SIKKERHET

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

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

OMF gir investorene fortrinnsrett til en definert masse av særlig trygge eiendeler på utsteders balanse. Obligasjonene er omfattet av et eget regelverk som stiller strenge krav til hvem som kan utstede slike obligasjoner og til kvaliteten på de underliggende sikkerhetene. Det er bare kredittforetak med spesiell tillatelse som kan utstede OMF, og disse er i hovedsak eid og kontrollert av bankene. Som sikkerheter godkjennes boliglån opp til 75 prosent av boligens verdi, lån til nærings- og fritidseiendom innenfor 60 prosent av eiendommens verdi, lån til eller lån garantert av enkelte stater og myndigheter samt enkelte derivater. Utlån til bolig utgjør det aller meste av sikkerhetsmassen i de norske OMF-ene. Etter det såkalte balansekravet må verdien av sikkerhetsmassen til enhver tid utgjøre minst 102 prosent av verdien av utestående OMF, også kalt overpantsettelse¹. Det er det enkelte kredittforetaks ansvar å sørge for at sikkerhetsmassen til enhver tid oppfyller kravene. Overpantsettelse gir investorene ekstra sikkerhet mot at verdien av sikkerhetsmassen blir lavere enn utestående lån.

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

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

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

først dersom låntaker går konkurs. Sist i prioritetsrekkefølgen, etter all gjeld, kommer egenkapitalen.

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

Obligasjoner kan også kategoriseres etter hvilke prosjekter de skal finansiere. Grønne obligasjoner er eksempel på lån som skal finansiere miljøvennlige prosjekt. På Oslo børs er det en egen liste for grønne obligasjoner. Det kreves en uavhengig vurdering av prosjektet for at obligasjonen skal bli notert på den grønne listen. Internasjonalt finnes det flere ulike rammeverk for klassifisering av grønne obligasjoner.

1.2.2 Hvem låner i det norske obligasjonsmarkedet?

Det norske obligasjonsmarkedet omfatter obligasjoner som utstedes under norsk lovgivning. Utstederne i obligasjonsmarkedet er i hovedsak de samme som i pengemarkedet. De største utstederne i det norske obligasjonsmarkedet er staten, banksystemet og ikke-finansielle foretak (bedrifter), se tabell 1.1. Også kommunene finansierer seg i noen grad gjennom utstedelse av obligasjoner.

1.2.2.1 Staten

Staten er den største enkeltutstederen i det norske obligasjonsmarkedet. Disse obligasjonene kalles statsobligasjoner. I tillegg har staten utestående statskasseveksler, som er nærmere omtalt i kapittel 1.1 *Pengemarkedet*. Statsobligasjonene utstedes i norske kroner og har en fast rente som betales årlig. Obligasjonene er «bullet bonds», det vil si at hovedstolen tilbakebetales ved forfall.

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

Statsobligasjoner er fordringer på staten, og kreditt-risikoen i obligasjonene regnes som svært lav. Statsobligasjoner kjennetegnes også av at de er likvide. Det vil si at de lett kan selges uten at markedsprisen påvirkes mye. Statsobligasjoner har derfor lavere rente enn private papirer. I mange land har rentene på statsobligasjoner en viktig rolle i økonomien som referanserenter for prising av andre obligasjoner og finansielle instrumenter, se boks: **Renter og risikopåslag på obligasjoner** i kapittel 2. I Norge søker staten å spre lånene på ulike løpetider slik at det finnes referanserenter for statspapirer med løpetider opptil ti år. Statens opplåning bidrar på den måten til et mer vel-fungerende finansmarked.

1.2.2.2 Kommuner og fylker

Norske kommuner og fylkeskommuner er en mindre utstedergruppe i det norske obligasjonsmarkedet. Kommunene låner også mye gjennom Kommunalbanken, som i hovedsak henter finansieringen i utenlandske obligasjonsmarkeder.

1.2.2.3 Banker og kredittforetak

Banksystemet består av banker og bankeide kredittforetak og er samlet sett den største utstedergruppen i det norske obligasjonsmarkedet. Utestående volum fra denne sektoren samlet var om lag halvparten av totalt 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

NORSKE BANKER OG KREDITTFORETAKS OBLIGASJONSFINANSIERING FRA UTLANDET

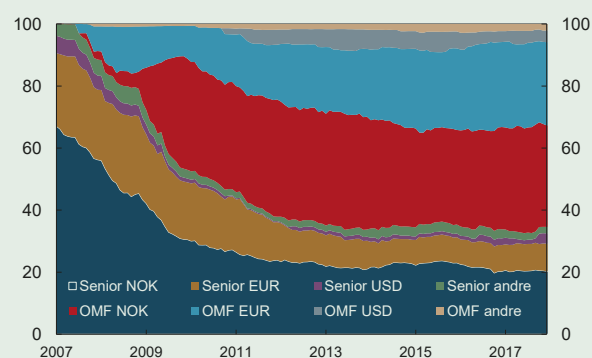
Norske banker og kredittforetak henter store deler av sin obligasjonsfinansiering i utenlandsk valuta. Ved utgangen av 2017 var om lag 45 prosent av obligasjonsfinansieringen utstedt i utenlandsk valuta, se figur 1.5. Mesteparten av obligasjonene er utstedt i euro, men bankene utsteder obligasjoner i mange ulike valutaer. De viktigste valutaene er amerikanske dollar, svenske kroner, sveitsiske franc og britiske pund. Kredittforetakene selger 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**. Gjennom valutabytteavtaler kan banksystemet veksle finansieringen fra valuta til norske kroner i dag, og samtidig inngå en avtale om å reversere transaksjonen på et bestemt tidspunkt i fremtiden. På denne måten skaffer bankene seg de kronene de trenger, og sikrer at de får igjen valutaen i tide til å betale ned obligasjonslånet ved forfall. Gjennom rentebytteavtaler kan bankene også bytte rentebetalinger på fastrenteobligasjoner til flytende rentebetalinger. Flytende rente på innlån reduserer risikoen for bankene, som i hovedsak har utlån med flytende rente.

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

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

Figur 1.5 Obligasjongs gjeld for norske banker og OMF-kredittforetak. Fordelt på valuta og type. Prosent. Januar 2007 – desember 2018



Kilder: Bloomberg og Stamdata

finansiering i utenlandske obligasjonsmarkeder, se boks: **Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet.**

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

Bankene har opprettet spesielle kredittforetak som har overtatt deler av bankenes utlån til bolig og næringsseidom. 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 2018 i overkant av 600 milliarder kroner, eller om lag 30 prosent av hele det norske obligasjonsmarkedet. De fleste bankene eier kredittforetak i fellelskap med andre banker, mens de største bankene har egne kredittforetak. Gjennom utstedelse av OMF via fellelseide kredittforetak, kan også mindre banker få tilgang til et større finansieringsmarked. Mesteparten av OMF-ene i det norske markedet utstedes med flytende rente, noe som har sammenheng med at boliglånene som OMF-ene finansierer i all hovedsak har flytende rente.

1.2.2.4 Ikke-finansielle foretak (bedrifter)

For ikke-finansielle foretak er obligasjonslån et alternativ til å låne i bank. De fleste norske bedrifter er for små til å utstede obligasjoner, og det meste av kredittformidlingen til bedriftene skjer gjennom bankene.

De siste årene har imidlertid et økende antall bedrifter hentet finansiering i det norske obligasjonsmarkedet, og utestående volum har økt (se tabell 1.1). Det norske regelverket for obligasjonsutstedelse er mer kortfattet og standardisert enn i mange andre land. Det har trolig bidratt til at flere mindre norske aktører og enkelte utenlandske aktører har valgt å benytte seg av det norske obligasjonsmarkedet.

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

Mens det tidligere i hovedsak var bedrifter innen kraftforsyning som benyttet seg av det norske obligasjonsmarkedet, utgjør sektorer som olje, gass og shipping nå betydelige deler av utestående volum. Det norske markedet kjennetegnes i dag av en betydelig andel obligasjoner utstedt av bedrifter med høy kredittrisiko, såkalte høyrisikoobligasjoner. Ved utgangen av 2018 utgjorde slike obligasjoner rett under halvparten av utestående obligasjoner fra bedrifter. 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.

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

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Banker og kredittforetak | 397 | 453 | 479 | 542 |
| Statsforvaltningen | 92 | 106 | 109 | 98 |
| Verdipapirfond | 241 | 255 | 278 | 288 |
| Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser | 350 | 380 | 396 | 402 |
| Skadeforsikringsselskaper | 72 | 62 | 65 | 61 |
| Utlandet | 487 | 519 | 548 | 592 |
| Øvrige | 85 | 87 | 84 | 82 |
| SUM | 1 725 | 1 862 | 1 959 | 2 064 |

Kilde: Statistisk sentralbyrå

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

1.2.3 Hvem investerer i obligasjonsmarkedet?

De største investorgruppene i det norske obligasjonsmarkedet er livsforsikringsforetak, pensjonskasser, banker og verdipapirfond, se tabell 1.2. For statsobligasjoner er utlendinger den dominerende investorgruppen og sammenliknet med andre land er eierandelen til utenlandske investorer høy i Norge.

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

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

Verdipapirfond forvalter sparing på vegne av sine kunder. Hva slags papirer det individuelle fondet investerer i, henger sammen med hva slags spare-

produkt de har solgt til kundene. Enkelte fond investerer bare i statsobligasjoner, mens andre kjøper høyrisikoobligasjoner. Verdipapirfond er største investorgruppe i bankobligasjoner og kjøper også OMF og kommunepapirer. Les mer i kapittel 2.7 *Verdipapirfond*.

1.2.4 Førstehåndsmarkedet for obligasjoner

Markedet for utstedelse av obligasjoner kalles førstehåndsmarkedet. Det er her aktører med langsiktig lånebehov møter aktører som ønsker langsiktig sparing. Mens statsobligasjonene stort sett 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».

1.2.4.1 Auksjoner

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

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.

I 2018 ble det for første gang solgt norsk statsgjeld gjennom syndikering. Denne salgsformen tilsvarer slik andre obligasjoner ofte blir solgt, se omtale av bokbyggingsprosesser.

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

1.2.4.2 Bokbyggingsprosesser

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

1.2.4.3 Rettede emisjoner

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

1.2.5 Annenhåndsmarkedet for obligasjoner

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

Handel i obligasjoner kan inngås på ulike måter. Børsnoterte obligasjoner i Norge er tilgjengelige på Oslo Børs elektroniske system for handel direkte mellom investorer. Dette benyttes i liten grad. Mer utbredt er det at obligasjoner handles ved at kjøpere og selgere tar kontakt med hverandre, såkalt «over-the-counter» (OTC). Dette skjer ofte via en obligasjonsmegler som hjelper investorene med å finne motparter i transaksjonen. Meglerhuset kan også selv opptre som motpart inntil de finner en annen investor, såkalt «market-making». Kjøper og selger sender begge inn opplysningene om eierskifte til Verdipapirsentralen (VPS) som kontrollerer at opplysningene stemmer overens. Handelen blir normalt gjort opp to dager etter at den er meldt inn til VPS, les mer i kapittel 3.3 *Verdipapir-oppkjøret (VPO)*.

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

1.2.5.1 Annenhåndsmarkedet for statspapirer

Alle de norske statspapirene er notert på Oslo Børs og kan handles via børsen. Primærhandlerne er forpliktet til å stille bindende kjøps- og salgskurser for et minstevolum i alle utestående statspapirer på Oslo Børs.¹ Primærhandlerne opptrer dermed som markettmakere i statspapirene. På denne måten bidrar de til bedre likviditet i statspapirene og til at det til enhver

¹ Fullstendige vilkår for primærhandlerne finnes her: <https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/Annenhandsmarkedet/>

tid finnes oppdatert informasjon om de effektive statsrentene. Likviditet og god informasjon er viktig for at statsrentene skal fungere som referanserenter og kan bidra til å redusere lånekostnadene for staten. Bare en liten andel av handelen i statspapirene skjer elektronisk via børsen. Det meste avtales direkte mellom aktørene. Primærhandlerne kan låne obligasjoner av staten slik at de kan stille salgskurser til enhver tid. Staten kan låne ut statspapirer til primærhandlerne for inntil en uke av gangen. For dette formålet har staten selv en egenbeholdning i alle sine papirer.

I internasjonal sammenheng er den børsregistrerte omsetningen i norske statspapirer lav. De siste 15 årene har omsetningshastigheten falt betydelig, se figur 1.6. Omsetningshastigheten er en indikator som ofte benyttes for å si noe om likviditeten i annenhåndsmarkedet. Den sier noe om handelsaktiviteten i forhold til utestående volum i en gitt periode. En høy tallverdi på omsetningshastigheten tilsier et aktivt annenhåndsmarked.

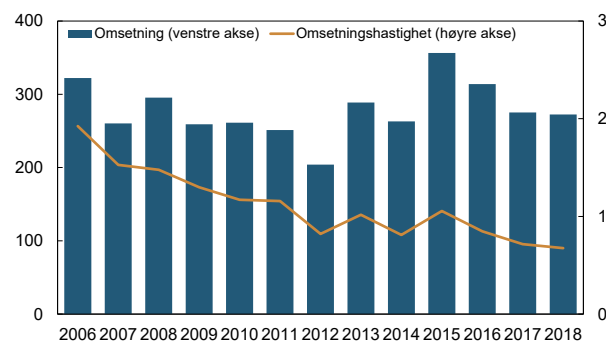
Handel mellom aktører som ikke er medlemmer på Oslo Børs, fanges ikke opp i børsstatistikken. De siste årene har det kommet flere elektroniske handelsplattformer for statsobligasjoner, som MTS, Eurex Bonds, Tradeweb og Bondvision. Ettersom en stor del av investorene i norske statspapirer er utlendinger,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

1.2.5.2 Annenhåndsmarkedet for andre obligasjoner

Også for andre obligasjoner gjennomføres det meste av handelen i annenhåndsmarkedet via obligasjonsmeglere. Meglerhus opptrer som market-makers, også for andre papirer enn statspapirer. Meglerhusene stiller ofte 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 for å 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

Figur 1.6 Omsetning av statsobligasjoner på Oslo Børs og omsetningshastighet¹. Milliarder kroner. 2006 – 2018



1) Omsetningshastighet er total omsetning i løpet av ett år, delt på gjennomsnittlig utestående volum i det samme året.
Kilder: Oslo Børs og Norges Bank

det indikative priser kontinuerlig gjennom dagen. Referanselisten skal bidra til bedre likviditet i papirene, samt å markedsføre dem for investorer.

1.2.6 Andre aktører i obligasjonsmarkedet

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

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

1.3 VALUTA

Valuta er den generelle betegnelsen på et lands pengeenhet. Norske kroner er Norges valuta, mens britiske pund er den britiske valutaen. Valutamarkedet er markedet for kjøp og salg av valuta. En valutakurs er prisen på én valuta uttrykt i en annen valuta. Kursen blir bestemt i valutamarkedet. En svært liten

del av aktiviteten i valutamarkedet skjer ved omveksling av kontanter eller ved bruk av reisesjekker. Det aller meste av vekslingen skjer i praksis ved at innskudd i nasjonal valuta i et banksystem (for eksempel norske kroner i en norsk bank) blir overført til et innskudd i en annen valuta i denne valutaens banksystem (for eksempel svenske kroner i en svensk bank). Hvordan valutahandler gjøres opp er forklart i kapittel 1.3.3 *Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet*. Det er spesielle risikoer forbundet med oppgjør av valutahandler, der det blant annet kan være stor tidsforskjell mellom de nasjonale oppgjørssystemene som inngår i handelen. Dette er omtalt i kapittel 3.2.3. *Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS*. Det er en egen standard for betegnelse av valutaer, se boks: **Valutakoder (ISO 4217)**.

1.3.1 Valutamarkedet

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

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

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

VALUTAKODER (ISO 4217)

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

sjon. På kort sikt påvirkes valutakursene av en rekke markedstekniske forhold.

1.3.2 Instrumenter i valutamarkedet

1.3.2.1 Spothandel

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

1.3.2.2 Terminhandel («Outright»)

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

1.3.2.3 Valutaderivater

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

Valutawapper 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 valutastømmene. Det er mest omsetning av kontrakter med inntil ett års løpetid. Valutawapper innebærer ingen valutakursrisiko for bankene. Slike avtaler er derfor nyttige for aktører som ønsker å beskytte seg mot valutakursbevegelser.

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

1.3.3 Handelsstruktur og omsetning i valutamarkedet

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

En algoritme er et dataprogram som benyttes for å stille priser eller ta avgjørelser om investeringer i finansmarkedene. Et eksempel på dette er algoritmer som automatisk kvoterer en banks kjøps- og salgskurser opp til et visst volum.

Algoritmer kan også programmeres til å dele opp store transaksjoner i mange små handler for å begrense kursutslagene. I tillegg kan de brukes til å identifisere trender i kursutviklingen eller være programmert til å kjøpe eller selge valuta hvis finansielle nøkkeltall avviker fra forventningene i markedet. EBS («Electronic Broking Service») var den første plattformen som la til rette for algoritmehandel i spotmarkedet. Algoritmer kan endre priser svært mange ganger i løpet av et sekund. Elektroniske markedsplasser som Thomson Reuters Eikon og EBS har bestemt at kurser som legges inn av prisstillere, ikke kan fjernes før det er gått en viss tid, for eksempel ett sekund, selv om det ikke blir handlet på prisen. Dette kalles på engelsk «minimum quote life».

1.3.3.1 Elektronisk valutahandel

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

For å bidra til standardisering og effektivisering ved utveksling av bekreftelser, betalingsoppdrag og konto-utskifter mellom finansinstitusjoner ble SWIFT («The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications») opprettet i 1973. SWIFT ble opprinne-

lig etablert av 239 banker fra 15 forskjellige land. I 2015 brukte mer enn 11 000 finansinstitusjoner i over 200 land systemet, og det ble sendt mer enn 6,5 milliarder meldinger via SWIFT. Hovedkontoret til SWIFT ligger i Brüssel.

1.3.3.2 Omsetningen i norske kroner

Fordi valutamarkedet ikke er en sentralisert markedsplass, er det vanskelig å få en fullstendig oversikt over all aktivitet. 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 2016, deltok rundt 1300 finansinstitusjoner i 52 land. Undersøkelsen viste at den gjennomsnittlige daglige omsetningen i det norske valutamarkedet var på 333 milliarder norske kroner i april 2016, se tabell 1.3. Les mer på Norges Banks nettsider. I underkant av 34 prosent av omsetningen var i spotmarkedet, mens over 65 prosent var i terminmarkedet. Det aller meste av omsetningen i terminmarkedet var valuta-swapper. En svært liten del av den totale omsetningen var valutaopsjoner og basisswapper.

Tradisjonelt har det i spotmarkedet for norske kroner vært mest omsetning av euro, mens det i terminmarkedet for norske kroner har vært mest omsetning av

amerikanske dollar. Dersom en norsk kunde ønsker å kjøpe amerikanske dollar mot norske kroner, vil kundens bankforbindelse først kjøpe euro mot norske kroner. Samtidig vil banken selge euro mot 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 japanske yen mot andre valutaer. I terminmarkedet er amerikanske dollar toneangivende.

1.3.3.3 Referansekurser

I Norge noterte Oslo Børs offisielle valutakurser fra børsen åpnet i 1819 og frem til Norges Bank tok over ansvaret 1. september 2001. Kursnoteringen blir normalt gjort klokken 14:15 hver dag. Kursene er ikke bindende og er kun ment å gi et øyeblikksbilde av valutamarkedet. Fra 1. juli 2016 tok ESB over ansvaret for kursfastsettelsen. Offentliggjøringen ble da flyttet fra 14:30 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

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

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

Kilder: BIS og Norges Bank

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 Eikon. Denne kursen brukes ofte av 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 posisjoner i forkant av tidspunktet for kursnoteringene, og en rekke store internasjonale banker har i etterkant fått betydelige bøter for å ha misbrukt sin stilling. For å gjøre det vanskeligere å manipulere kursnoteringen har man også utvidet «vinduet» for kursnoteringen til å måle kursene pluss/minus 2 ½ minutt før og etter noteringstidspunktet. For de fleste valutakryss er det omsetningsdata fra handelsplattformen til «Thomson Reuters Eikon Matching» som brukes i kursnoteringen.

1.3.4 Reisevaluta

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

1.4 AKSJER

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

1.4.1 Organisering og finansiering av foretak

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

Egenkapital kan tilføres mot at det blir utstedt aksjer eller eierandeler i bedriften. Den vanligste organiseringsformen er aksjeselskap. Aksjonærenes ansvar er da begrenset til egenkapitalen. Utover dette er ikke aksjonærene ansvarlige for selskapets forpliktelser eller gjeld. Aksjeselskap kan enten være allmennaksjeselskap (ASA) eller vanlig aksjeselskap (AS). De er regulert av henholdsvis allmennaksjeloven og aksjeloven. Lovgivningen tar blant annet sikte på å beskytte selskapenes kreditorer gjennom regler for regnskapsføring, utbyttebetalinger og nedsetting av aksjekapital. AS har krav om minimum 30 000 i aksjekapital og ASA stiller krav om minimum én million kroner i aksjekapital. ASA stiller høyere krav til selskapene fordi det er beregnet på selskaper som har mange aksjonærer og/eller ønsker mulighet til å innhente kapital fra allmennheten. Børsnoterte aksjeselskap må derfor være ASA. Det er krav til kjønnsfordeling i ASA-styret, men i et AS kan en og samme person være selskapets eneste aksjonær, styremedlem og ansatte. Se også *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet*.

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

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

1.4.2 Aksjemarkedet

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

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

Kostnadene ved å gjøre bedrifter og prosjekter kjent for investorer i aksjemarkedet er betydelige. Små

bedrifter/prosjekter har derfor i praksis liten tilgang på kapital direkte fra aksjemarkedet. Som en alternativ kilde for egenkapital er det oppstått såkalt «crowdfunding» eller folkefinansiering. For mer informasjon om folkefinansiering, se *kapittel 2.8.5 Folkefinansiering*.

Aksjemarkedet tillater investorene å spre (diversifisere) sine investeringer på bedrifter og sektorer og reduserer dermed betydningen av enkeltbedrifters risiko. Samtidig fordeles risikoen slik at de investorene som har størst bæreevne/-vilje, tar mest risiko. Et velfungerende aksjemarked gjør det også enklere for bedriftene å spesialisere seg, siden eierne kan redusere risikoen ved å diversifisere investeringene. Les mer om å diversifisere i boks: **Diversifisering** i kapittel 2.

Et effektivt og sikkert system for registrering av eierskap til verdipapirer, en såkalt verdipapirsentral, reduserer kostnadene ved å investere i verdipapirer.

1.4.3 Størrelsen på det norske aksjemarkedet

Ved utgangen av 2018 var markedsverdien av noterte aksjer registrert i Verdipapirsentralen (VPS) 2407 milliarder kroner. På samme tidspunkt var markedsverdien av unoterte aksjer registrert i VPS 458 milliarder kroner. De aller fleste norske aksjeselskaper er verken børsnotert eller registrert i VPS. Oslo Børs ASA opererer markeds plasser for omsetning av aksjer og egenkapitalbevis (se neste avsnitt), renteprodukter (obligasjoner, sertifikater og statskasseveksler) og aksjederivater. Det er tre markeds plasser for aksjehandel ved Oslo Børs: Oslo Børs, Oslo Axess og Merkur Market. De store selskapene med lang historikk og bred aksjonærbase er notert på Oslo Børs. Oslo Axess har noe lempeligere vilkår for notering enn Oslo Børs og består av mange unge selskaper. Merkur Market ble opprettet i 2016 og er rettet mot mindre- og mellomstore selskaper, samt store selskaper som ikke ønsker en fullstendig notering på regulert marked. Merkur Market legger til rette for en raskere opptaksprosess med lempeligere opptakskrav enn på Oslo Børs og Oslo Axess. Ved utgangen av 2018 var det notert 193 aksjer ved Oslo Børs, mens det var notert 17 aksjer ved Oslo Axess og 28 aksjer ved Merkur Market.

1.4.3.1 Andre egenkapitalinstrumenter

Egenkapitalbevis er et egenkapitalinstrument som utstedes av sparebanker, se mer i boks: **Forretnings- og sparebanker** i kapittel 2. Det har klare likhetstrekk med aksjer og behandles skattemessig likt. Forskjellen knytter seg først og fremst til at egenkapitalbevis-eierne ikke eier hele bankens egenkapital og til at det er særlige bestemmelser om sammensetningen av sparebankenes organer. Det er 39 sparebanker som har utstedt egenkapitalbevis, hvorav 21 var notert på Oslo Børs i 2018. Oslo Børs har en egen egenkapitalbevisindeks (OSEEX) som omfatter alle de børsnoterte egenkapitalbevisene.

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

Verdien av omsetningen er påvirket av kursutviklingen, se figur 1.8. Dess høyere kursnivå, dess høyere omsetningsverdi, alt annet likt. Introduksjonen av nytt elektronisk handelssystem på Oslo Børs i 1999 muliggjorde handel med aksjer via internett. Dette bidro til betydelig reduksjon i transaksjonskostnadene, særlig for småinvestorer. Antall handler per år og omsetningsverdien steg kraftig frem til den internasjonale finanskrisen i 2008, se figur 1.8. Antall

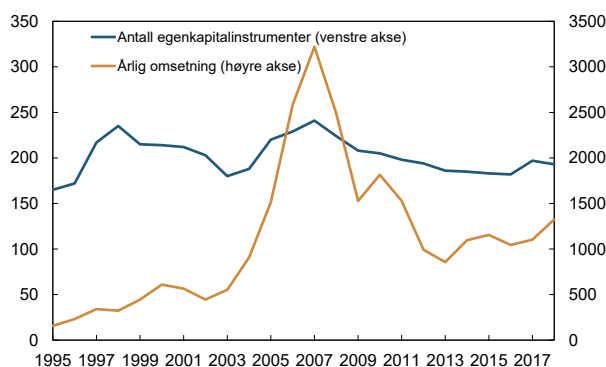
handler har holdt seg godt oppe også etter dette, muligens påvirket av økt algoritmehandel. Omsetningen har likevel gått ned. Økt konkurranse om omsetning av norske aksjer fra alternative markedsplasser og utenlandske børser kan ha bidratt til utviklingen.

1.4.4 Utstedere

Figur 1.7 viser utviklingen i antall aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs. Antall nye selskaper på Oslo Børs kan være påvirket av konjunktorene. Det kan være lettere å hente egenkapital i markedet 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 tas av Oslo Børs er at det blir kjøpt opp. Dessuten vil selskaper som går konkurs, bli strøket. Enkelte ganger ønsker også de dominerende eierne å ta et selskap av børs. Det er spesielle regler for slik strykning av aksjer fra børs, blant annet for å beskytte minoritetseieres interesser.

Sektorsammensetningen for selskaper notert ved Oslo Børs skiller seg markant fra andre land. Oslo Børs har spesielt mange selskaper i sektorindeksen for

Figur 1.7 Omsetning og antall egenkapitalinstrumenter¹ notert på Oslo Børs². Årlig omsetning i milliarder kroner. Antall egenkapitalpapirer ved årets slutt. 1995 – 2018

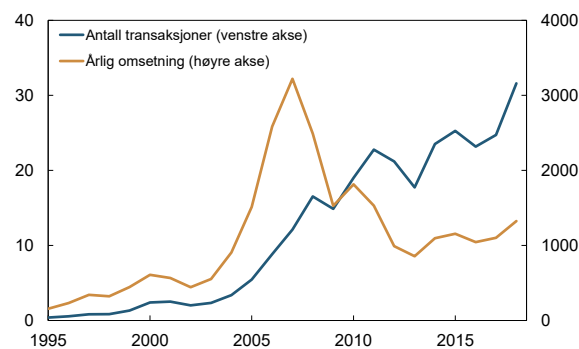


1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis.

2) Omsetning inkluderer ETF ved Oslo Børs. Ikke inkludert omsetning og aksjer notert på Oslo Axess og Merkur Market.

Kilde: Oslo Børs

Figur 1.8 Omsetning og antall transaksjoner i egenkapitalinstrumenter¹ ved Oslo Børs². Årlig omsetning i milliarder kroner. Årlig antall transaksjoner i millioner. 1995 – 2018



1) Egenkapitalinstrumenter = aksjer og egenkapitalbevis.

2) Ikke inkludert omsetning og transaksjoner på Oslo Axess.

Kilde: Oslo Børs

energi (omfatter hovedsakelig olje- og offshoreselskaper).

1.4.5 Investorer i aksjemarkedet

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

1.4.6 Aksjeindekser på Oslo Børs

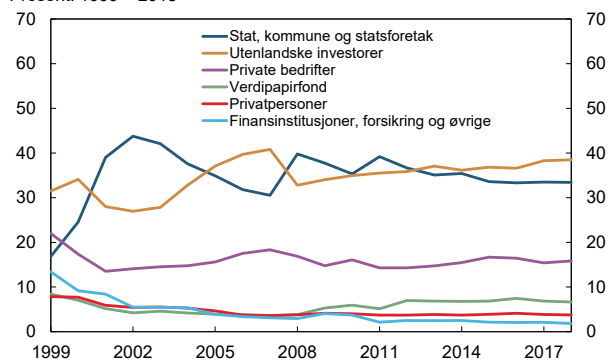
For å måle verdiutviklingen i aksjemarkedet og i ulike sektorer av aksjemarkedet blir det utarbeidet ulike aksjeindekser. De mest brukte aksjeindeksene er såkalte prisindekser og totalavkastningsindekser. Både kursendring og mottatt utbytte inngår i beregningen av totalavkastningsindekser, og de ulike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

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

Alle aksjeindekser på Oslo Børs er totalavkastningsindekser. Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) er en indeks som inneholder et representativt utvalg av alle aksjer notert på Oslo Børs. Ved sammensetningen tas det hensyn til både aksjeomsetning og spredning på industrigrupper. Oslo Børs reviderer indeksen halvårlig og gjennomfører endringer 1. desember og 1. juni. Fra 1. juni 2018 var 70 aksjer inkludert i OSEBX. Aksjevektene i OSEBX er friflytjustert. Det innebærer at aksjer som ikke er forventet å bli omsatt, som statlige eierandeler og strategiske eierandeler til aksjonærer med kontrollerende innflytelse, ikke regnes med ved vektingen av aksjer i indeksen.

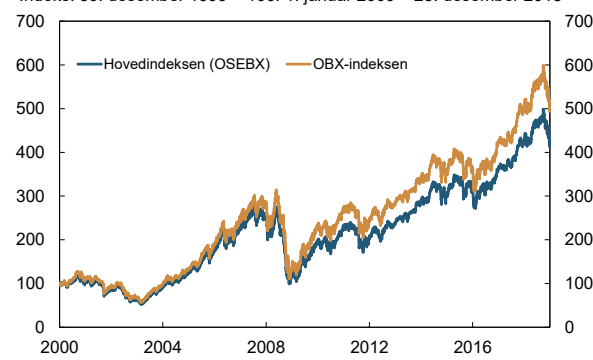
OBX-indeksen består av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Sammensetningen av aksjer i indeksen blir revidert halvårlig. Et formål med OBX-indeksen er at den skal være en indeks bestående av lett omsettelige aksjer som på en god måte gjenspeiler aksjemarkedet på Oslo Børs. OBX-indeksen tjener som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

Figur 1.9 Eierandeler i selskaper på Oslo Børs. Ved utgangen av året. Prosent. 1999 – 2018



Kilde: Verdipapirsentralen

Figur 1.10 Verdiutviklingen i det norske aksjemarkedet. Indeks: 30. desember 1999 = 100. 1. januar 2000 – 28. desember 2018



Kilder: Bloomberg og Thomson Reuters Eikon

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

1.4.7 Aksjerelaterte derivater

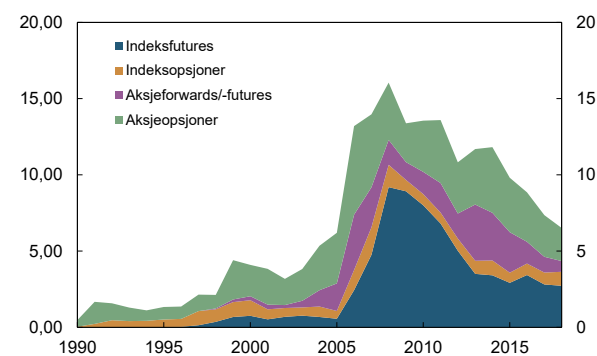
Egenskaper ved ulike typer derivater er forklart i boks: **Derivater.** Børsomsatte derivater er standardiserte med hensyn til det underliggende objektet og leveringsbetingelser. Ved Oslo Børs handles det opsjoner og futures på OBX-indeksen og opsjoner, futures og forwards på de mest likvide aksjene.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

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

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

ter, innløsningskurs, bortfallsdag og håndtering av selskaphendelser. Mye av handelen med OTC-derivater foregår utenfor Oslo Børs.

Figur 1.11 Antall omsatte kontrakter for standardiserte aksjederivater ved Oslo Børs. Millioner kontrakter. 1990 – 2018



Kilde: Oslo Børs

2 Finansforetak

Finansforetak fungerer som mellomledd mellom de ulike aktørene i økonomien. Hovedoppgavene er å gjøre det mulig for bedrifter og privatpersoner å ta opp lån og plassere sparing, gjennomføre betalinger, håndtere kontanter og vurdere, omfordele og prise risiko. Finansforetakenes rolle i penge- og kapitalmarkedene er omtalt i kapittel 1 *Finansmarkedene*. Finansforetaksloven regulerer hvilke foretak som kan etablere seg som finansforetak, se *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet*.

Bankene er den største og viktigste gruppen finansforetak. De har enerett til å ta imot innskudd fra allmennheten og står for størstedelen av utlånene. Bankene er betydelige aktører i betalingssystemet ved at innskudd benyttes som betalingsmiddel ved siden av kontanter. Privatpersoner og bedrifter har konto i en bank for å kunne motta eller betale lønninger og regninger. Bankene låner også ut penger til privatpersoner som skal kjøpe bolig eller bedrifter som skal investere i nytt utstyr. Kredittforetakene kan også låne ut penger, men de kan ikke ta imot innskudd, se kapittel 2.3 *Kredittforetak*. De har tatt over mye av boligfinansieringen etter at det i 2007 ble tillatt å etablere en ny type kredittforetak som utsteder obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Forsikringsforetakene tilbyr livsforsikring, skadeforsikring og kredittforsikring, se kapittel 2.5 *Forsikringsforetak*. Sammen med pensjonskasser formidler de sparing i tillegg til at de tilbyr risikostyring.

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

FINANSFORETAKSLOVEN

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

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

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

Tabell 2.1 Ulike typer finansforetak i Norge. Per 31. desember 2018

| | Antall | Forvaltningskapital (i prosent av BNP) |
|--------------------------------|--------|---|
| Banker | 127 | 111 |
| Filialer av utenlandske banker | 14 | 42 |
| Kredittforetak | 33 | 65 |
| Finansieringsforetak | 44 | 6 |
| Statlige låneinstitutter | 3 | 11 |
| Livsforsikringsforetak | 12 | 45 |
| Skadeforsikringsforetak | 57 | 7 |

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

2.1 FINANSKONSERN

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

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

Tabell 2.2 gir en oversikt over de åtte største finanskonsernene i Norge og deres hovedvirksomhet. Av disse er seks bankdominerte, mens de resterende er forsikringsdominerte.

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

2.2 BANKER

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

Banker tilbyr mange forskjellige innskuddsprodukter, som blant annet varierer med rentevilkår og ulike begrensninger på uttak. Ulike typer kontoer kan være vanlig brukskonto eller lønnskonto, sparekonto eller høyrentekonto og Boligsparing for unge (BSU). Innskudd kan trekkes ut som kontanter i minibanker, i

Tabell 2.2: Største nordiske finanskonsern med virksomhet i Norge. Etter markedsverdi av egenkapitalen. Per 7. juni 2019

| Finanskonsern | Hovedvirksomhet |
|---------------|---------------------|
| Nordea | Bankdominert |
| DNB | Bankdominert |
| Sampo | Forsikringsdominert |
| SEB | Bankdominert |
| Handelsbanken | Bankdominert |
| Swedbank | Bankdominert |
| Danske Bank | Bankdominert |
| Gjensidige | Forsikringsdominert |

Kilde: SNL Financial /S&P MI

butikker og i bankfilialer, eller brukes direkte i betalinger ved betalingskort eller overføringer via nettbank eller mobil. Utbredelsen av PCer og smarttelefoner har økt bruken av nettbank og mobilbank og ført til færre bankfilialer og minibanker i Norge. For mer omtale av bankenes rolle i betalingsformidlingen, se kapittel 3 *Finansiell infrastruktur*.

Bankene tilbyr flere typer utlån, som for eksempel boliglån, næringslån og forbrukslån. Lånene kan variere etter type rente (fast eller flytende), bindings- eller serielån). Det er også blitt vanligere med avdragsfrie lån, ofte i form av rammelån, der låntakeren får tildelt en låneramme. Låntaker kan da fritt betale tilbake eller låne mer innenfor lånerammen. Boliglånsforskriften setter nå grensen for nye rammelån til maksimum 60 prosent av boligens verdi. Låntakeren betaler bare rente på det beløpet som til en hver tid er trukket av lånerammen. Videre kan banker veksle valuta og bidra med finansiell rådgivning. Noen banker velger å tilby bare et begrenset utvalg av lån eller tjenester. Flere banker som spesialiserte seg på forbrukslån har gjennom sterk utlånsvekst økt sin markedsandel de siste årene. I tillegg har flere nyetablerte banker satset på denne delen av lånemarkedet. Se boks: **Forbrukslån** og Norges Bank (2017) «Sterk vekst i forbrukslån», *Aktuell Kommentar* 1/2017.

FORBRUKSLÅN

Forbrukslån er kredittkortgjeld og annen usikret gjeld. Forbrukslån utgjorde rundt 110 milliarder kroner, eller i overkant av 3 prosent av husholdningenes samlede lån ved utgangen av 2018. Renten på forbrukslån er som oftest mye høyere enn på pantelikrede lån. Det gir banker og finansieringsforetak høyere marginer, og det kan det være behov for da forbrukslån har betydelig høyere forventet mislighold og tap enn andre typer lån til privatpersoner. For å gjøre utlånerne bedre rustet til å tåle tap er det høyere risikovekter for forbrukslån enn for lån med lavere risiko, som for eksempel boliglån. Høyere risikovekter gir høyere kapitalkrav. Les mer i *Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene*.

Markedet for forbrukslån til norske husholdninger har vokst med 10–15 prosent årlig de siste årene. Til sammenlikning har veksten i samlet gjeld i husholdningene ligget nokså stabilt rundt 6 prosent de siste par årene. Kredittkortlån utgjør om lag halvparten av forbrukslånene. Tilbydere av kredittkort tilbyr gjerne kreditt med en rentefri periode.

Flere nye tilbydere av forbrukslån har kommet til de siste ti årene, og markedsveksten er i stor grad knyttet til relativt nye aktører. De nye spesialiserte forbrukslånbankene har i all hovedsak finansiert utlån og rask vekst gjennom tilsvarende vekst i innskudd. Forbrukslånbankene tiltrekker seg innskudd gjennom å tilby markant høyere innskuddsrente enn andre banker. Kombinasjon av høy rente og innskudd som i stor grad er garantert av Bankenes sikringsfond gjør forbrukslånbanker attraktive for innskyttere.

For å bedre markedet for forbrukskreditt og styrke forbrukernes posisjon innfører myndighetene flere tiltak.

Det er fastsatt en forskrift om fakturering av kredittkortgjeld og en forskrift om markedsføring av forbrukslån. I tillegg har Stortinget vedtatt lov om gjeldsinformasjon. Loven styrker finansforetakenes mulighet til å gjøre en bedre kredittvurdering ved at nye kreditorer får oversikt over eksisterende gjeld. Den beskytter også forbrukere mot å påta seg for mye gjeld. Videre har Finanstilsynet fastsatt forskrift for forsvarlig utlånspraksis for forbrukslån, basert på tidligere retningslinjer. Les mer om forbrukslån i *Finansmarkedsmeldingen 2019*, kapittel 4.

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

2.2.1 Bankenes oppgaver

2.2.1.1 Gi aktørene i økonomien muligheter til å låne og spare

Bankene har en viktig rolle i å være bindeledd mellom de som ønsker å spare penger og de som ønsker å låne penger. Sparerne plasserer sine penger på en innskuddskonto med en viss avkastning i form av

rente. Pengene kan disponeres når innskyter trenger dem. Bankene kanaliserte mange små og likvide innskudd til færre og stort sett større og langvarige utlån.² Det er ikke slik at banker bare fungerer som mellommenn for de som setter inn innskudd i banken og de som ønsker å låne penger. Bankene skaper penger når de gir et nytt lån til en kunde, se boks: **Skape penger**.

Bankene gjør en vurdering av sannsynligheten for at låntaker misligholder lånet. Dersom låntaker ikke betaler må banken ta tapet. Bankene har stordriftsfordeler ved innhenting og behandling av informasjon,

² Se Holden, Steinar (2016), *Makroøkonomi*. Cappelen Damm, for mer utfyllende og pedagogisk fremstilling

UTVIKLINGEN AV DEN NORSKE BANKSEKTOREN DE SISTE 50 ÅRENE

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

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

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

I 1985 fikk utenlandskeide banker mulighet til å drive bankvirksomhet i Norge. Det var starten for datterbanker og filialer av utenlandske banker som senere har blitt viktige aktører i det norske bankmarkedet. Slutten av 1980-tallet og 1990-tallet var preget av fusjoner mellom norske banker og utenlandske oppkjøp. De utenlandske oppkjøpene førte til at norske forretningsbankers markedsandel falt betydelig. Ved utgangen av 2018 var det 21 norske forretningsbanker, inkludert datterbanker av utenlandske banker.

Dagens største norske finanskonsern, DNB, 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 Bank (2015) «Norges Banks rolle på finanssektormrådet i perioden 1945–2013, med særlig vekt på finansiell stabilitet», *Skriftserie* 48/2015. For en fullstendig oversikt over de ulike typer banker i Norge, se Finanstilsynets konsesjonsregister og Finans Norges hjemmesider.

kredittvurdering og kredittoppfølging, samt utforming av lånekontrakter. Bankene kan også få tilgang til konfidensiell informasjon om eksisterende og potensielle kunder. Personnummer, inntekt og grad av arbeidsførhet mv. er informasjon som er viktig for å etablere kontrakter, men som kundene på grunn av informasjonens art kan være lite villige til å gi til en «vilkårlig» leverandør. Kostnader ved å hente inn og fremskaffe informasjon gjør at de fleste privatpersoner og små og mellomstore bedrifter vil låne i banker og ikke direkte i obligasjonsmarkedet, se kapittel 1.2.2.4. *Ikke-finansielle foretak (bedrifter)*. Som betaling for lån og andre tjenester tar bankene gebyrer og renter.

Bankene betaler lavere rente på innskudd enn renten de mottar på utlån. Differansen kalles rentemargin.

Låntaker kan ha et stort og umiddelbart behov for kapital, for eksempel til kjøp av bolig eller produksjonsutstyr. Inntektene, som skal gå til tilbakebetaling av lånet, er derimot spredt over flere år. Låntakeren har da behov for et lån med lang løpetid. Spareren kan derimot foretrekke å ha umiddelbar tilgang til sine midler. Bankene bidrar til å dekke låntakers og sparerens behov ved å tilby låntakerne lån med lang løpetid samtidig som de lover sparerne umiddelbar tilgang til sparepengene sine. Omgjøringen av innskudd med kort løpetid til utlån med lang løpetid kalles løpetids-

SKAPE PENGER

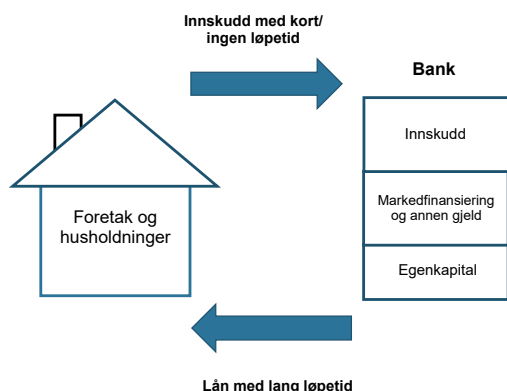
Penger er definert som alminnelig godtatt betalingsmiddel. Se boks: **Hva er penger?** i innledningen og boks: **Pengemengdebegreper** for en nærmere og mer presis beskrivelse av penger.

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

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

«Money in the modern economy: an introduction» i *Bank of England Quarterly Bulletin* 2014 Q1 gir en mer utfyllende beskrivelse av hvordan banker skaper penger. Se også: *Hvordan skapes penger?* Bankplassen blogg, 4. januar 2019.

Figur 2.1 Løpetidstransformasjon



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

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

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

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

2.2.1.2 Vurdering av risiko

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

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

2.2.1.3 Gjennomføre betalinger

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

PENGEMENGDEBEGREPER

Pengemengden deles inn i:

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

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

NORSK BANKSEKTOR ER IKKE SPESIELT STOR I INTERNASJONAL SAMMENHENG

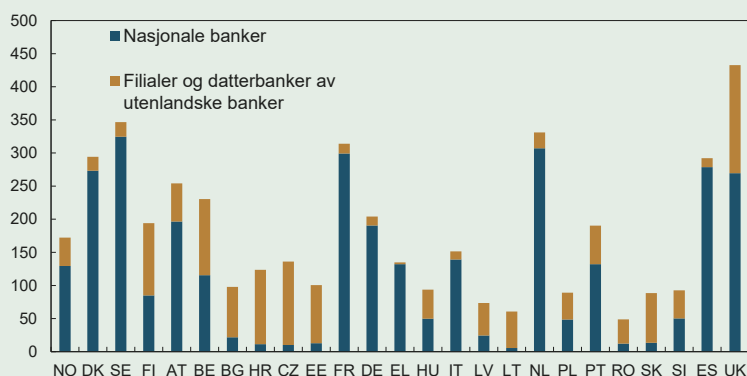
Bankvirksomhet er svært internasjonal. I de fleste land er det betydelig innslag av utenlandske banker som opererer gjennom datterbanker, filialer og direkte grensekryssende virksomhet. Landets egne banker har på samme måte aktiviteter i utlandet. Hva som er et lands banksektor kan derfor defineres på ulike måter. Definisjonen kan også variere med i hvilken grad man regner med en banks øvrige datterselskaper, der spesielt bankeide kredittforetak kan være viktige.

Dersom man måler bankvirksomheten ved samlet balanse der man også inkluderer datterselskaper, dvs ser på konsolidert balanse, ser vi av figur 2.2.a at norsk bankvirksomhet er relativt liten sammenlignet med andre vest-Europeiske land, men stor i forhold til øst-Europeiske land.

Innslaget av utenlandske datterbanker og filialer er heller ikke spesielt stort i Norge. At øst-Europeiske land har nokså små banksektorer skyldes i første rekke lavere inntektsnivåer.

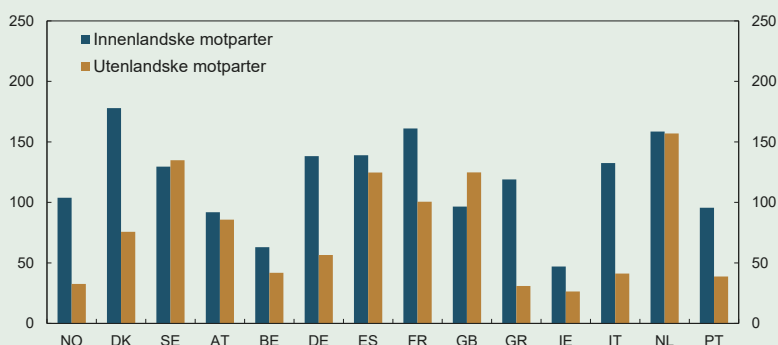
Hvis vi sammenligner med vest-Europeiske land ser vi av figur 2.2.b at en viktig grunn til at norsk banksektor framstår som relativt liten, er at norske banker har mindre aktivitet i utlandet enn de fleste andre av landene. Les mere om dette i Norges Bank (2018) «En internasjonal sammenligning av norsk banksektor», *Staff Memo 9/2018*.

Figur 2.2.a Samlede eiendeler for ulike lands banksystemer fordelt på henholdsvis nasjonale banker og datterbanker og filialer i landet. Konsoliderte tall. Prosent av BNP. 2017



Kilde: Oppdaterte tall fra: "En internasjonal sammenligning av norsk banksektor", Norges Bank Staff memo nr. 9, 2018

Figur 2.2.b Samlede eiendeler for nasjonale banker fordelt på innenlandske og utenlandske motparter. Prosent av BNP. 2017



Kilde: Oppdaterte tall fra: "En internasjonal sammenligning av norsk banksektor", Norges Bank Staff memo nr. 9, 2018

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

2.2.2 Strukturen i den norske banksektoren

Sammenliknet med andre europeiske land er banksektoren i Norge ikke spesielt stor i forhold til samlet verdiskaping, se boks: **Norsk banksektor er ikke spesielt stor i internasjonal sammenheng**

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

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

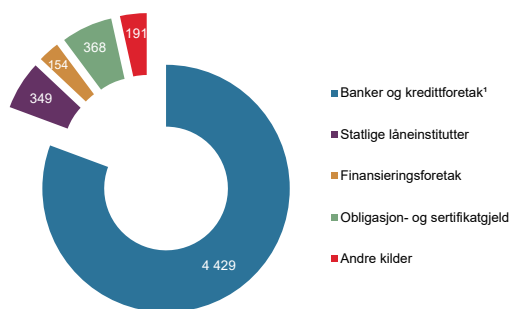
Det norske bankmarkedet er dominert av norskeide banker. De øvrige bankene er datterbanker og filialer av utenlandske banker. Datterbanker er eid av en utenlandsk bank, men er egne norske juridiske enheter som reguleres på linje med øvrige norske banker. Utenlandskeide filialer er derimot ikke egne juridiske

enheter og reguleres fra hjemlandet. Nordiske banker er dominerende blant de utenlandske bankene i Norge, men Santander Consumer Bank (datterbank av spansk bank) er også stor.

Utenlandske banker har høyere markedsandel i næringsmarkedet enn i personmarkedet, med 37 prosent av utlånene i næringsmarkedet og 19 prosent i personmarkedet. De siste 20 årene har utenlandskeide datterbanker og filialer økt sine markedsandeler i Norge, se Norges Bank (2017) «Filialer av utenlandske banker og kreditttilbud», *Aktuell kommentar 3/2017*. Den norske datterbanken til det svenske finanskonsernet Nordea ble 2. januar 2017 omdannet til filial av svenske Nordea Bank AB. Nordea konsernet har siden flyttet til Finland gjennom etableringen av Nordea Bank Abp i Finland. Nordea er den nest største banken i Norge. Omdanningen av Nordea Bank Norge økte de utenlandskeide filialenes markedsandel kraftig. Danske Bank og Handelsbanken er de øvrige store utenlandskeide filialene. Se tabell 2.3 for en oversikt over de største bankene i Norge.

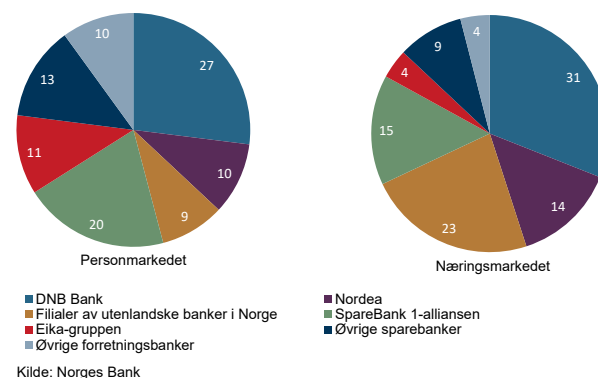
Dagens sparebankvesen er kjennetegnet av mange sparebanker. De fleste er svært små, men de har inngått omfattende allianser. SpareBank 1-gruppen består av 14 banker hvor de fleste er store i sine regioner, mens Eika-gruppen omfatter nærmere 70 mindre sparebanker. Om lag 15 sparebanker står utenfor formalisert alliansesamarbeid, selv om noen har felles eierandeler i blant annet OMF-kredittforetak og forsikringsselskaper.

Figur 2.3 Kreditt til publikum etter kilder. Brutto innenlandsk gjeld. Milliarder kroner. Per 31. desember 2018



1) Alle banker og kredittforetak inkludert Eksportfinans.
Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Figur 2.4 Markedsandeler av samlede utlån. Prosent. Per 31. desember 2018



Tabell 2.3 Største bankkonsern i Norge. Etter forvaltningskapital. Per 31. mars 2019

| Bankkonsern | Inngår i: | Hovedkontor/hovedområde |
|----------------------------|-----------------------------|--|
| DNB Bank ASA | DNB ASA | Oslo / hele landet |
| Nordea Bank Norge ASA | Filial av finsk bank | Oslo / hele landet |
| Danske Bank Norge | Filial av dansk bank | Trondheim / hele landet |
| SpareBank 1 SR-Bank | SpareBank 1-alliansen | Stavanger / Rogaland, Hordaland, Agder |
| Handelsbanken Norge | Filial av svensk bank | Oslo / hele landet |
| Sparebanken Vest | Selvstendig sparebank | Bergen / Vestlandet |
| SpareBank 1 SMN | SpareBank 1-alliansen | Trondheim / Trøndelag, Nordvestlandet |
| Santander Consumer Bank AS | Datterbank av spansk bank | Oslo / bil- og forbrukslån |
| Sparebank1 Østlandet | SpareBank 1-alliansen | Hamar / Hedmark, Oppland, Oslo, Akershus |
| Sparebanken Sør | Selvstendig sparebank | Arendal/ Agder, Telemark |
| SpareBank 1 Nord-Norge | SpareBank 1-alliansen | Tromsø / Troms, Nordland, Finnmark |
| Skandiabanken ASA | Selvstendig forretningsbank | Hele landet |
| SEB AB Oslofilialen | Filial av svensk bank | Oslo / investeringsbank |
| Swedbank Norge | Filial av svensk bank | Oslo / forretnings- og investeringsbank |

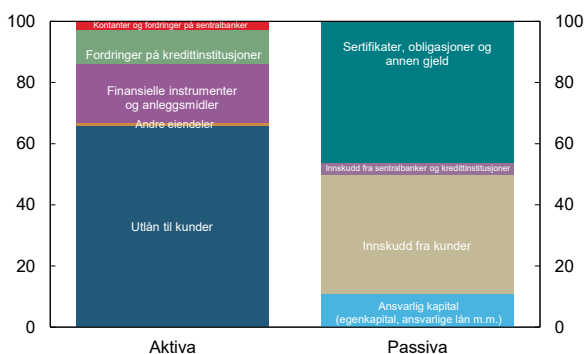
Kilde: Bankkonsernenes kvartalsrapporter og Norges Bank

2.2.3 Bankenes eiendeler og finansiering

Utlån utgjør det vesentlige av norske bankers eiendeler, se figur 2.5. De største enkeltpostene på utlåns-siden er boliglån til husholdninger og lån til nærings-eiendom, se figur 2.6 og figur 2.7. Utlånene til disse sektorene har økt de siste årene. Forbrukslån har vokst raskt de siste årene, men står fortsatt for en liten andel av totale utlån til husholdningene. Utlånene er hovedsakelig i norske kroner. Øvrige eien-

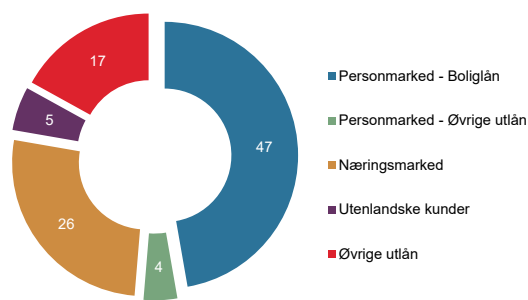
deler er blant annet verdipapirer i tillegg til innskudd i kredittinstitusjoner og sentralbanker. En viktig grunn for bankene til å holde denne type eiendeler er at de trenger eiendeler som raskt kan selges dersom inn-skytterne øker sine uttak eller banken ikke får fornyet sin markedsfinansiering. Betydelige deler av de øvrige eiendelene er i utenlandsk valuta som amerikanske dollar og euro.

Figur 2.5 Eiendeler og finansiering. Norskeide banker og OMF-kredittforetak.¹ Prosent. Per 31. desember 2018



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

Figur 2.6 Utlånsfordeling. Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2018



Kilde: Norges Bank

INNSKUDDSPLOTTFORM

En innskuddsplattform er en digital markeds plass for bankinnskudd. Banker og potensielle kunder/innskytere kobles sammen på plattformen. Kundene kan være privatpersoner, bedrifter, kommuner, fylkeskommuner m.m. Bankene annonserer innskuddsbetingelsene sine på innskuddsplattformen og kundene får en samlet oversikt over ulike tilbud. Deretter kan kunden velge bank og administrere innskuddene sine digitalt.

Innskyteren blir kunde direkte hos banken, og ikke hos innskuddsplattformen som bare fungerer som et mellomledd. Ved hjelp av innskuddsplattformen kan kunder åpne kontoer hos flere banker og plassere penger. Det gjør det enkelt for kundene å bytte bank og kontinuerlig sørge for å få de beste innskuddsbetingelsene blant innskuddsplattformens partnerbanker.

En innskuddsplattform gir banker tilgang til finansiering. Det er også en markedsføringsplattform ut mot nye potensielle kunder. Det kan særlig være gunstig for mindre banker og kan bidra til å øke konkurransen mellom bankene. Innskuddene har som regel bindingstid og er derfor gunstige i forhold til bankenes likviditetskrav.

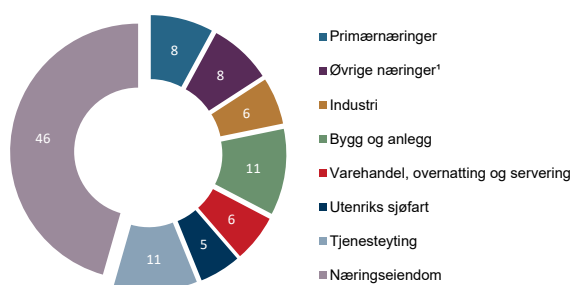
Det er fremdeles få innskuddsplattformer, både i Norge og i Europa.

Norske banker finansierer mesteparten av virksomheten sin med innskudd og obligasjoner, se figur 2.5. Kundeinnskudd utgjør over en tredjedel, mens langsiktig markedsfinansiering står for omtrent 30 prosent. Disse to finansieringskildene antas som regel å være stabile. Banker med stabil finansiering er bedre rustet til å takle perioder med uro. De mindre sparebankene er i større grad finansiert med kundeinnskudd enn de store bankene, mens de utenlandske datterbankene

og filialene i stor grad er finansiert av morselskapet i det utenlandske bankkonsernet. DNB har også en god del kortsiktig markedsfinansiering i form av sertifikater utstedt i annen valuta enn norske kroner.

Utviklingen av digitale plattformer har gjort det mer effektivt å koble sammen banker og potensielle kunder/innskytere. Innskuddsplattformer er en digital markeds plass for bankinnskudd. En innskuddsplatt-

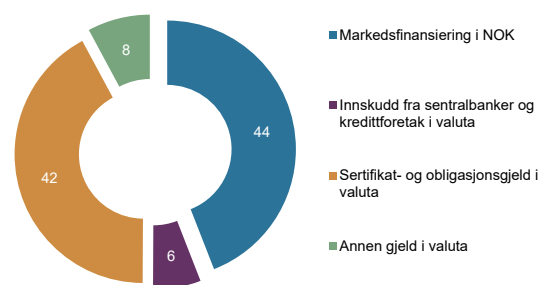
Figur 2.7 Utlån til næringsmarkedet. Banker og kredittforetak i Norge. Prosent. Per 31. desember 2018



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

Kilde: Norges Bank

Figur 2.8 Valutafordelt markedsfinansiering¹. Norskeide banker og kredittforetak.² Prosent. Per 31. desember 2018



1) Totale passiva fratrukket kundeinnskudd og egenkapital.

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

Kilde: Norges Bank

form gir banker tilgang til finansiering, men er også en markedsføringsplattform ut mot nye potensielle kunder, se boks: **Innskuddsplattform**. Over halvparten av bankenes markedsfinansiering er hentet inn i utenlandsk valuta, se figur 2.8 og omtale i boks: **Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet** i kapittel 1. De mindre sparebankene er i større grad finansiert i norske kroner enn de store bankene. Se Norges Bank (2014) «Norske bankars valutafinansiering av egedelar i norske kroner», *Staff Memo 2/2014*, for en nøyere gjennomgang av norske bankers valutafinansiering.

Ved siden av innskudd og lån (fremmedkapital), finansieres banker også av egenkapital. Ved tap i bankene er egenkapitalen den første til å ta tap. Egenkapitalfinansieringen omtales nærmere i kapittel 2.2.5 *Kapitaldekningsregulering*.

Mer statistikk er tilgjengelig på Statistisk sentralbyrås hjemmesider.

2.2.4 Hvorfor og hvordan reguleres banker?

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

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

Særlig på grunn av løpetidstransformasjonen, er bankvirksomhet i utgangspunktet sårbar for store uttak av innskudd og bortfall av markedsfinansiering, se kapittel 2.2.1 *Bankenes oppgaver*. Ved stort finansi-

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

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

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

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

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

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

Historisk har bankkriser hatt stor betydning for utformingen av regelverk for banker, se Norges Bank (2009) «Bank regulation and bank crisis», *Working Papers* 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 Norges Bank (2004) «The Norwegian Banking Crisis», *Skriftserie* 33/2004 og Norges Bank (2015) «Norges Banks rolle på finanssektormrådet i perioden 1945–2013 med særlig vekt på finansiell stabilitet», *Skriftserie* 48/2015. NOU 2011: 1, *Bedre rustet mot finanskriser – Finanskriseutvalgets utredning*, gir en grundig gjennomgang av den internasjonale finanskrisen i 2008.

2.2.5 Kapitaldekningsregulering

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

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

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

Norge omfattes av EUs kapitaldekningsregelverk som bygger på Basel III og som ble gjort gjeldende i EU

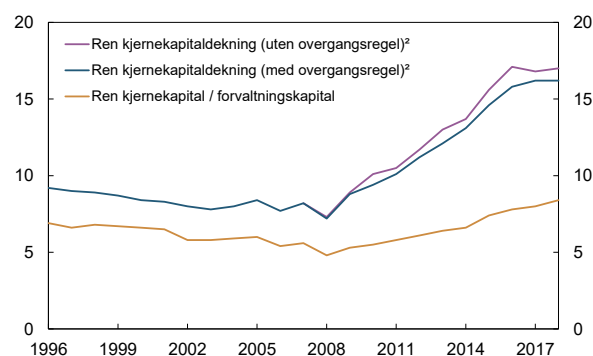
fra januar 2014. Se Finanstilsynets høringsnotat Gjennomføring av CRD IV i norsk regelverk og Norsk gjennomføring av EUs soliditetsregelverk (CRR/CRD IV) for mer informasjon om strukturen på EUs kapitaldekningsregelverk. Norge startet innfasingen av Basel III-prinsippene i 2013 og har dermed valgt en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

2.2.6 Likviditetsregulering

Den internasjonale finanskrisen i 2008 var i Norge i hovedsak en likviditetskrise og avdekket behov for bedre styring av bankenes likviditet og finansieringsstruktur. Se boks: **Likviditet** i kapittel 1 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 brukes som sikkerhet for nye lån eller selges slik at banken slipper å ta opp nye lån.

Likviditetsregler pålegger bankene å ha en viss beholdning av likvide eiendeler. Krav til likviditetsdekning («Liquidity Coverage Ratio» eller LCR) innebærer at bankene skal ha en minste mengde med særlig likvide eiendeler til å klare seg gjennom en 30 dagers

Figur 2.9 Ren kjernekapitaldekning og ren kjernekapitalandel. Norske banker samlet.¹ Prosent. 1996 – 2018



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

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

Kilde: Finanstilsynet

periode med betydelig uro i finansieringsmarkedene. For en mer detaljert beskrivelse av likviditetsreguleringen, se *Finansiell stabilitet 2014*, Norges Bank.

Krav til LCR ble ferdigstilt i EU i 2014 og er nå også ferdigstilt i Norge. De norske likviditetskravene svarer til likviditetsregelverket i EU, se Pressemelding fra Finansdepartementet 25. november 2015 og *Finansiell stabilitet 2017*, Norges Bank.

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

2.2.7 Innskuddsgaranti i Norge

Innskytergarantiordninger ble gjort gjeldende ved lov for sparebanker i 1924 og for forretningsbanker i 1961. Ordningen i dagens lov er obligatorisk for alle norske banker inkludert 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 det reduserer sjansen for at de tar ut pengene sine i panikk ved rykter om problemer for banken. Innskuddsgarantien dekker, for hver enkelt innskyter, inntil to millioner kroner inkludert opptjente renter, se Finansforetaksloven. Grensen gjelder selv om kunden har flere kontoer i samme bank. Har kunden innskudd i flere banker, gjelder grensen for hver av bankene.

Bankenes sikringsfond står for innskuddsgarantien i Norge. Bankene skal betale en årlig avgift til fondet. Fondet skal sørge for at innskyterne får tilgang til de garanterte innskuddene senest syv arbeidsdager etter at Finansdepartementet har bestemt at banken skal avvikles under offentlig administrasjon. Den samme fristen gjelder dersom en bank av andre grunner ikke får lov til betale ut innskudd til innskyterne.

Filialer av utenlandske banker i Norge er i utgangspunktet ikke omfattet av den norske garantiordningen. Innskudd som norske kunder har i slike banker, vil være dekket gjennom innskuddsgarantiordningene

i disse bankenes hjemland. Filialene kan imidlertid søke om medlemskap i den norske innskuddsgarantiordningen (også kalt «topping up»). Da garanterer det norske fondet for inntil to millioner kroner fratrukket det som garanteres av hjemlandets ordning.

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

2.2.8 Krisehåndtering av banker

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

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

Et viktig element i direktivet er såkalt «bail-in» eller på norsk intern oppkapitalisering. Intern oppkapitalisering innebærer at myndighetene skriver ned verdien av bankens gjeld og/eller gjør om deler av gjelden til egenkapital uten at banken må stenge. Når 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 blir mindre utlån, og risikoen i hele det finansielle systemet blir lavere. Se Norges Bank (2014) «Kriseløsning av banker ved hjelp av bail-in – momenter ved innføring i Norge», *Staff Memo* 12/2014, for en gjennomgang av «bail-in». I tillegg til bruk av intern oppkapitalisering inneholder EUs krisehåndteringsdirektiv bestemmelser om innskyterpreferanse, bruk av brobank (midlertidig offentlig eie av en krisebank før restrukturering og salg), etablering av nasjonale krisehåndteringsmyndigheter og krisetiltaksfond, samt utarbeiding av gjenopprettingsplaner og krisetiltaksplaner for de enkelte bankene. En viktig del av krisetiltaksplanen for en bank er minstekrav til gjeld og annen kapital som lett kan skrives ned eller gjøres om til egenkapital. Dette kravet blir ofte referert til som MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities). Krisehåndteringsdirektivet er nå innarbeidet i norsk lov (Finansforetaksloven), som trådte i kraft 1. januar 2019. Se Norges Bank (2017) «Forslag til nytt regelverk for krisehåndtering av banker», *Finansiell Stabilitet* 2017, side 19.

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

2.3 KREDITTFORETAK

Kredittforetakene gir langsiktige lån til husholdninger og foretak. Kredittforetakene skiller seg fra bankene ved at de ikke kan ta imot innskudd eller utføre 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 1.

2.3.1 OMF-kredittforetak

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 eierdeler, kalt sikkerhetsmassen. Det var 25 OMF-kredittforetak i Norge ved utgangen av 2018.

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

OMF-kredittforetak finansierer store deler av boligutlåne i Norge. Det skjer enten ved at utlåne gis direkte fra kredittforetaket eller ved at bankene overfører utlån de selv har gitt til OMF-kredittforetakene, som utsteder OMF med sikkerhet i låne. Bankene gir normalt OMF-kredittforetakene kortsiktig kreditt når låne blir overført. OMF-kredittforetakene betaler tilbake kreditten enten ved at de skaffer likviditet ved å utstede OMF eller ved at banken mottar OMF for en verdi som tilsvarer låne den har overført. Bankens balanse endres derfor ved at utlån erstattes med OMF eller midler fra salget. Midlene kan eventuelt benyttes til å nedbetale bankens gjeld. Muligheten for OMF-utstedelser gir bankkonsernene flere og mer stabile finansieringskilder. Gjennom felles-eide kredittforetak har også mindre banker fått mulighet til å finansiere seg i internasjonale kapitalmarkeder. Norges Bank (2010) «Obligasjoner med fortrinnsrett – et marked i sterk vekst», *Penger og Kreditt* 1/2010 gir en grundig gjennomgang av OMF og OMF-kredittforetak.

2.3.2 Andre kredittforetak

Det finnes også kredittforetak som ikke har konsesjon til å utstede OMF. Disse utsteder i hovedsak vanlige usikrede seniorobligasjoner. Det er få slike kredittforetak i Norge.

Kommunalbanken er det største av dem, med utlån til kunder på 304 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Kredittforetaket yter lån til kommuner og fylkeskommuner i Norge. Alle landets kommuner er kunder i Kommunalbanken.

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

2.4 STATLIGE LÅNEORDNINGER

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

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

Utlån fra statlige låneinstitutter finansieres ved at staten selv tar opp lån. Den norske staten har høyest

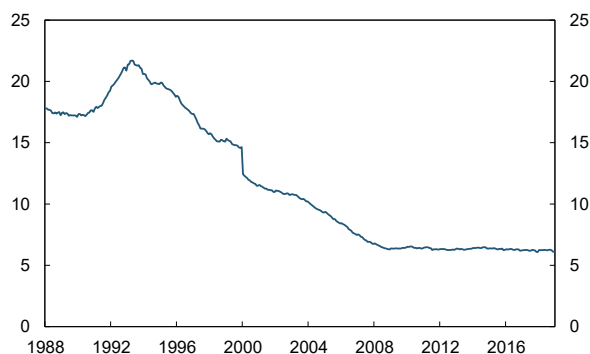
oppnåelige kredittvurdering og kan derfor låne til lav rente.

2.5 FORSIKRINGSFORETAK

En forsikring er en avtale om å erstatte økonomisk tap som følge av tilfeldige, uforutsette hendelser. Forsikring har ifølge Store norske leksikon røtter tilbake til år 2250 f. Kr. Grunntanken i all forsikring er at mange er utsatt for samme type risiko for økonomisk tap. Ettersom denne risikoen ikke inntreffer samtidig er det gunstig å bli med i en sammenslutning, et forsikringsforetak, for å fordele tapene mellom medlemmene (kundene). En forutsetning er at det er et tilstrekkelig antall kunder som ønsker å forsikre seg mot denne risikoen. Når det oppstår et tap, dekkes det av forsikringsforetaket. Den som tegner forsikring, forsikringstageren, betaler et beløp, en premie, til forsikringsforetaket. Ved hjelp av premiene bygger forsikringsforetaket opp reserver som trekkes på når det oppstår tap. Gjensidige brannkasser var blant de første forsikringsforetakene i moderne tid. De oppsto i kjølvannet av store bybranner i London og København. Brannkassene kunne fordele tapene på mange medlemmer som sto overfor risiko for brann, samtidig som brann sjelden ville ramme mange medlemmer samtidig. Den første brannkassen i Norge var Christiania Brand-Assurance-Casse opprettet i 1753 og basert på frivillig tilslutning fra huseiere i Christiania.

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

Figur 2.10 Kreditt fra statlige låneinstitutter.
Prosent av innenlandsk kreditt (K2). Januar 1988 – desember 2018



Kilde: Statistisk sentralbyrå

STATLIGE LÅNEINSTITUTTER

Husbanken

Husbanken ble opprettet i 1946 som en bank for boligbygging. Etter krigen var det stor mangel på boliger, og Husbanken skulle bidra til å bygge opp igjen landet. I dag ligger Husbanken under Kommunal- og moderniseringsdepartementet og har som oppgave å bidra til å gjennomføre regjeringens boligpolitikk. Den bidrar med bostøtte, tilskudd, startlån og grunnlån, se Husbankens hjemmesider. Låntakerne er hovedsakelig kommuner, bedrifter, borettslag og lønnstakere. Utlånsporteføljen var omtrent 150 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Det utgjør nærmere 3 prosent av innenlandsk brutto gjeld.

Statens lånekasse for utdanning

Statens lånekasse for utdanning (Lånekassen) ble etablert i 1947 for å forvalte statens støtte til utdanning. Det er et statlig forvaltningsorgan underlagt Kunnskapsdepartementet. Lånekassen skal bidra til like muligheter til utdanning uavhengig av geografiske forhold, alder, kjønn, funksjonsdyktighet og økonomiske og sosiale forhold, i hovedsak gjennom stipend og gunstige lån. Ordningen skal øke kompetansen i arbeidslivet. Lånekassen har over 1 million kunder. Det ble tildelt 30 milliarder kroner i studiestøtte i 2018. Utlånsporteføljen var 184 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 27 land. Utlånsporteføljen utgjorde 18 milliarder kroner ved utgangen av 2018, se Innovasjon Norges hjemmesider.

Garantiinstituttet for eksportkreditt (GIEK)

Garantiinstituttet for Eksportkreditt (GIEK) er en forvaltningsbedrift underlagt regjeringen ved Nærings- og fiskeridepartementet. GIEK skal hjelpe norske eksportører ved å gi garantier på vegne av staten. Garantiene skal være i tråd med OECD-avtalen for eksportkreditter. GIEK skal være et supplement til private banker og resultatmessig gå i balanse over tid. GIEK og Eksportkreditt Norge samarbeider tett. GIEK stiller garanti når en utenlandsk kjøper ber Eksportkreditt Norge om lån for å finansiere norske eksportvarer eller tjenester. GIEK hadde utestående garantiansvar på 88 milliarder norske kroner ved utgangen av 2018, 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 garantert enten av statlige eksportgarantiinstitusjoner som GIEK og/eller av finansinstitusjoner med god kredittvurdering. Staten er ansvarlig for forpliktelser forbundet med utlånsvirksomheten til Eksportkreditt Norge AS. Selskapet har vært operativt siden 1. juli 2012 da det overtok funksjonen til Eksportfinans ASA, og hadde ved utgangen av 2018 61 milliarder kroner i utlån, se Eksportkreditt Norges hjemmesider.

PENSJONSSYSTEMET I NORGE

Pensjonssystemet i Norge er tredelt:

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

Tjenestepensjoner er skattefavorisert i Norge. Pensjonspremier er skattefrie innenfor visse beløpsgrenser, mens utbetalte pensjoner blir skattlagt på linje med andre inntekter. Et sentralt trekk ved de kollektive pensjonsordningene i bedrifter de siste årene er overgangen fra ytelsesbaserte til innskuddsbaserte tjenestepensjonsordninger. Den viktigste forskjellen mellom de to ordningene er knyttet til hvem som bærer avkastningsrisikoen på de oppsparte midlene frem til pensjonsutbetaling (opptjeningsperioden).

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

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

Tjenestepensjon har vært obligatorisk i Norge siden 2006. Regjeringen påla private bedrifter (i hovedsak alle bedrifter med mer enn én ansatt) plikt til å opprette en tjenestepensjonsordning 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 var 96 883 kroner i 2018). Det er fortsatt mest pensjonskapital i de ytelsesbaserte ordningene, men premieinnbetalingene til innskuddsordningene i livsforsikringsforetakene er nå høyere enn til ytelsesordningene.

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

risiko. I verste fall kan forsikringsforetaket bli tvunget til å trekke tilbake forsikringstilbudet.

2.5.1 Ulike forsikringstyper

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

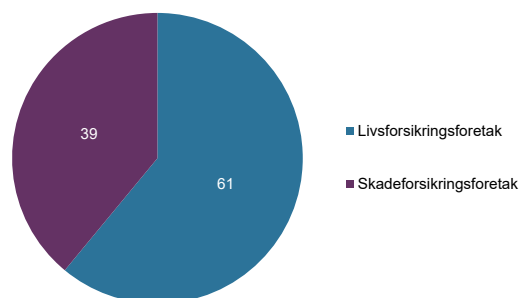
Forsikring kan også klassifiseres etter forsikringsobjekt (person-, ting- eller formuesforsikring). Eksempler på personforsikring er pensjonsforsikring, sykeforsikring og ulykkesforsikring. Tingforsikring omfatter blant annet brannforsikring, motorvognforsikring og tyveriforsikring. Eksempler på formuesforsikring er ansvarsforsikring og kredittforsikring.

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

Livsforsikring utgjør den største andelen av forsikringsmarkedet i Norge med om lag 60 prosent av premieinntektene, se figur 2.11. Pensjonsforsikring står for mesteparten av livsforsikringsforetakenes premieinntekter, se figur 2.12. Pensjonsforsikring omfatter kategoriene kollektiv tjenestepensjon og individuell rente- og pensjonsforsikring. For pensjonsforsikring består forsikringspremien av et betydelig sparelement, og forsikringsforetaket forvalter kun sparingen til den kommer til utbetaling. Det fører til at forsikringspremiene og forvaltningskapitalen i livsforsikringsforetakene er høye sammenliknet med skadeforsikringsforetakene, se figur 2.13.

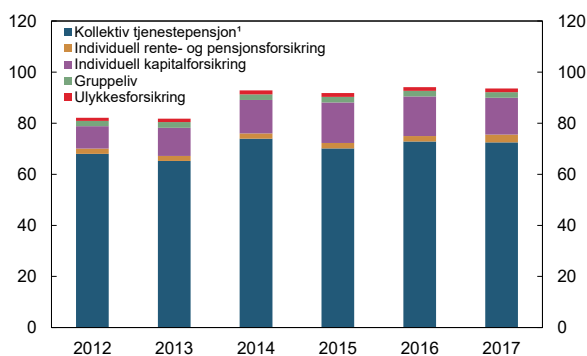
Motorvognforsikring og forsikring mot brann og annen skade på eiendom bidrar mest til skadeforsikrings-

Figur 2.11 Forsikringsforetak i Norge. Andeler etter premieinntekter. Prosent. 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

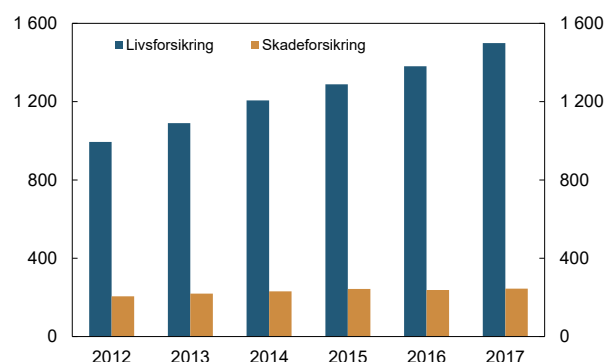
Figur 2.12 Livsforsikringsforetakenes premieinntekter etter bransje. Milliarder kroner. 2012 – 2017



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

Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.13 Forsikringsforetakenes forvaltningskapital. Milliarder kroner. 2012 – 2017



Kilde: Statistisk sentralbyrå

foretakenes premieinntekter, se figur 2.14. Deretter bidrar premier for sjø-, transport- og luftfartsforsikring mest.

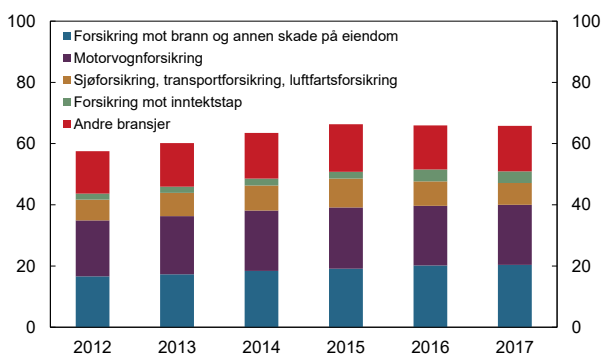
I fjerde kvartal 2018 var det 18 livsforsikringsforetak og 83 skadeforsikringsforetak i Norge. Rangert etter premieinntekter er KLP, Storebrand Livsforsikring, DNB Livsforsikring og Nordea Liv de største innenfor livsforsikring, se figur 2.15. Gjensidige, If Skadeforsikring, Tryg og SpareBank 1 Forsikring er størst innenfor skadeforsikring, se figur 2.16.

De viktigste eiendelene til forsikringsforetakene er norske og utenlandske obligasjoner, sertifikater, aksjer og eiendom. Gjelden består i hovedsak av kundenes krav. Kundenes krav er beregnet som dagens verdi

av fremtidig utbetaling fra forsikringsforetaket. Disse omtales som forsikringstekniske avsetninger.

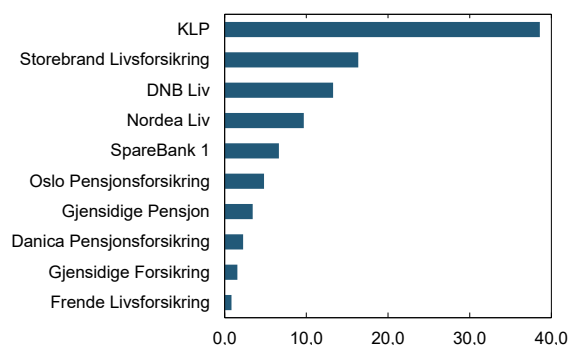
For at forsikringsmarkedet skal fungere effektivt er det viktig at kundene har tillit til at forsikringsforetakene overholder inngåtte avtaler. Dette er spesielt viktig for kontrakter som omfatter langsiktig pensjonssparing. Forsikringselskaper er derfor gjenstand for særlig regulering for å sikre kundenes rettigheter, se boks: **Regulering av forsikringsforetak** og Vedlegg 3: *Viktige lover for det finansielle systemet.*

Figur 2.14 Skadeforsikringsforetakenes premieinntekter etter bransje. Milliarder kroner. 2012 – 2017



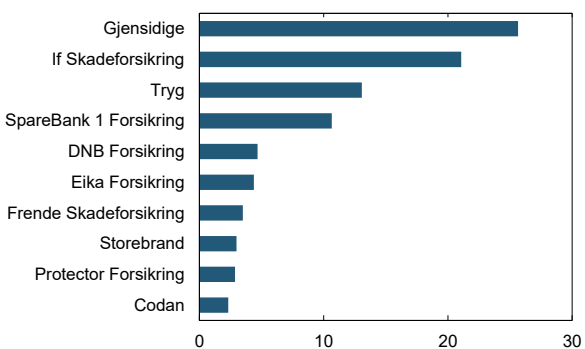
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.15 Markedsfordeling i livsforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2018



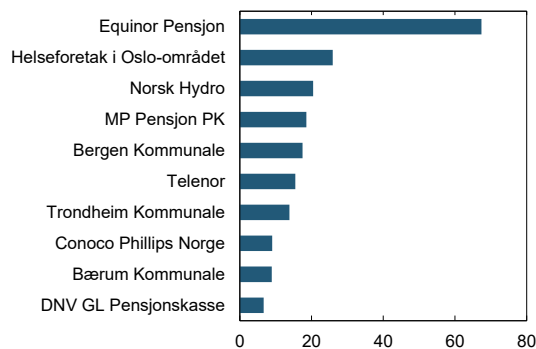
Kilde: Finans Norge

Figur 2.16 Markedsfordeling i skadeforsikring etter premieinntekter. Prosent. 4. kvartal 2018



Kilde: Finans Norge

Figur 2.17 De største private og offentlige (kommunale) pensjonskassene. Forvaltningskapital i milliarder kroner. 31. desember 2018



Kilde: Finanstilsynet

REGULERING AV FORSIKRINGSFORETAK

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

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

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

2.6 PENSJONSKASSER

Sparing til tjenestepensjon kan i Norge skje både i livsforsikringsforetak og pensjonskasser. En pensjonskasse er en selveiende institusjon etablert av en bedrift eller det offentlige for å yte én eller flere kollektive tjenestepensjonsordninger. Ved utgangen av 2018 var det 87 private og offentlige pensjonskasser i Norge. Figur 2.17 viser de største av disse. Til sammen har pensjonskassene en forvaltningskapital på om lag 346 milliarder kroner. Ved utgangen av 2018 var 56 prosent av pensjonskassenes midler investert i obligasjoner og 36 prosent i aksjer, se figur 2.18.

Mens livsforsikringsforetakene er regulert etter Solvens II, se boks: **Regulering av forsikringsforetak**,

er pensjonskassene regulert etter tjenestepensjonsdirektivet. Fra 1. januar 2019 må imidlertid pensjonskassene overholde et kapitalkrav basert på en forenklet anvendelse av reglene i Solvens II.

Statens Pensjonskasse (SPK) er ikke med i tallene for pensjonskasser. 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 551 milliarder kroner ved utgangen av 2018. SPK gir boliglån til sine medlemmer. Samlede utlån var 43 milliarder kroner ved utgangen av 2018.

KLP (Kommunal Landspensjonskasse) leverer pensjons-, finans- og forsikringstjenester til kommuner og fylkeskommuner, helseforetak og til bedrifter i offentlig sektor og tilbyr innskuddsbasert tjenestepensjon til private bedrifter. KLP er organisert som et gjensidig forsikringsforetak. Det innebærer at KLPs kunder ved opprettelse av en pensjonsordning skyter inn egenkapital og derved også står som eiere av selskapet. Tjenestepensjon for kommunalt ansatte er KLPs hovedprodukt. Pensjonsordningene som KLP har ansvaret for er fondert. Av KLP-konsernets forvaltningskapital på 676 milliarder kroner ved utgangen av 2018 utgjorde pensjonsmidler tilhørende pensjonsordninger innenfor offentlig sektor 508 milliarder.

2.7 VERDIPAPIRFOND

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

Kapitalen fra andelseierne i verdipapirfond bidrar til å finansiere utstedere av verdipapirer. Investering i verdipapirfond fremfor enkeltaksjer og enkeltobligasjoner kan gi flere fordeler for investor. For det første blir det mulig å oppnå stordriftsfordeler, noe som gir lavere kostnader. Ett eksempel på dette er reduserte kostnader ved analyse og valg av verdipapirer. For det andre blir det enklere å spre risikoen på mange verdipapirer. Det kalles diversifisering. For det tredje kan det potensielt gi bedre avkastning og risikostyring når forvaltningen overlates til spesialister. Ulemper ved verdipapirfond er mindre grad av egenbestemmelse i investeringsbeslutningene, samt gebyrer og avgifter til forvaltningsselskapet.

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

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

2.7.1 Verdipapirfond klassifisert etter eiendeler

Verdipapirfondene i Norge forvaltet ved utgangen av 2018 totalt 1129 milliarder kroner. Fondene kan klassi-

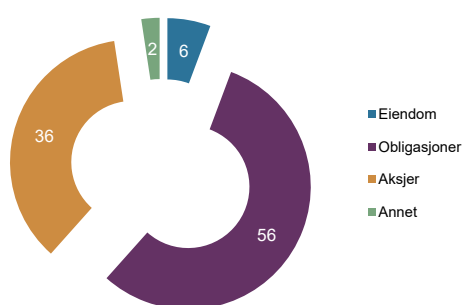
fiseres ut fra hva slags verdipapirer de plasserer midlene i, se figur 2.20:

- Aksjefond plasserer i aksjer og utgjør rundt 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 blant annet alternative investeringsfond (AIF), også kalt spesialfond og hedge fond. Slike fond forvalter små beløp i Norge.

Verdipapirfondenes samlede kapital ble redusert med 1 prosent i 2018, eller 10 milliarder kroner. Fall i kursverdi på grunn av et svakt år i aksjemarkedet, bidro mer negativt til utviklingen i samlet andelskapital i 2018 enn netto nytteging bidro positivt. De 32 milliardene i nye midler gikk i hovedsak til rentefond, se figur 2.21.

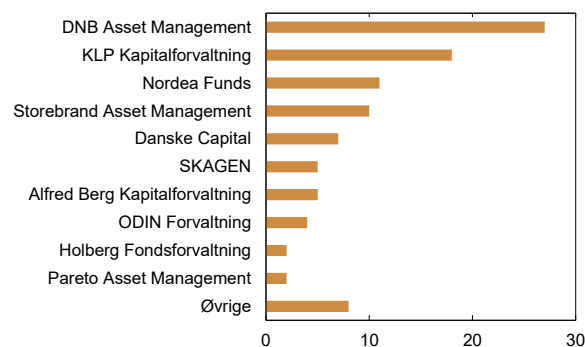
Livsforsikringsforetak og pensjonskasser er de viktigste andelseierne i norske verdipapirfond, se figur 2.22. De eier betydelige andeler av obligasjonsfondene og aksjefondene. Privatpersoner eier hovedsakelig

Figur 2.18 Pensjonskassenes eiendeler. Basert på et utvalg pensjonskasser. Prosent av forvaltningskapital. 31. desember 2018



Kilde: Finanstilsynet

Figur 2.19 Markedsandeler forvaltningsselskap for verdipapirfond. Prosent. 31. desember 2018



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

andeler i aksjefond og kombinasjonsfond, men i liten grad obligasjonsfond.

2.7.2 Andre klassifiseringer av verdipapirfond

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

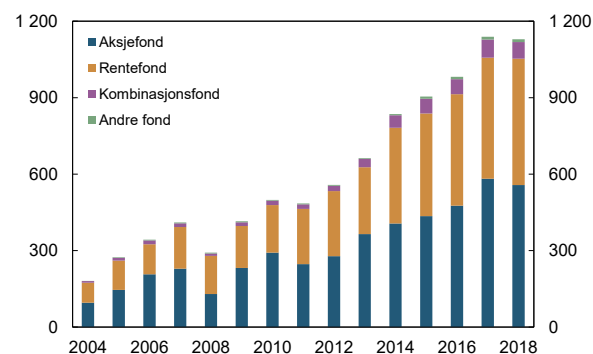
Passivt forvaltede fond forsøker å gjenskape utviklingen i en gitt portefølje (referanseindeks) av verdipapirer. Slike fond kalles derfor indeksfond. Et aksjeindeksfond kan sikte mot tilsvarende avkastning som referanseindeksen ved å ha en tilnærmet lik portefølje av aksjer som referanseindeksen. Av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

Aktivt forvaltede fond er basert på at forvalteren kan «slå indeksen», det vil si å få en bedre avkastning enn indeksen til samme risiko. Forvalteren velger da sine investeringer med omhu og gjør nye kjøp og salg når endrede markedsforhold kan gi mulighet for ekstra avkastning. Analyser og hyppigere kjøp og salg av verdipapirer gjør at det koster mer å drive aktiv forvaltning enn passiv forvaltning. Undersøkelser av avkastningen i de ulike fondene viser at det er få aktive fond som over tid har gjort det bedre enn indeksfond.³

Børsnoterte fond («Exchange Traded Funds» eller ETF) har vært et av de raskest voksende segmentene i det globale finansmarkedet, men er lite utbredt i Norge. ETFer handles over børs som en aksje, og kan være både indeks og aktivt forvaltede fond. Ved utgangen av 2018 var det fire børsnoterte fond på Oslo Børs med en samlet forvaltningskapital på 3 milliarder kroner.

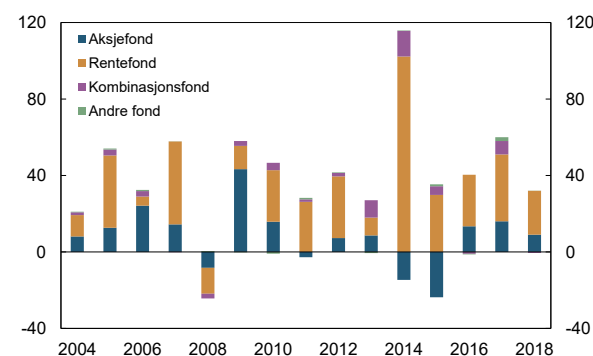
Noen verdipapirfond er såkalte fond i fond. Det er fond som inneholder andeler i andre fond. Det gjør det enklere å spre risiko, men for andelseierne blir forvaltningen ofte dyrere med avgifter både til fondet en har andeler i og til fond som inngår i porteføljen.

Figur 2.20 Forvaltet kapital i verdipapirfond etter type fond. Milliarder kroner. Årsslutt. 2004 – 2018



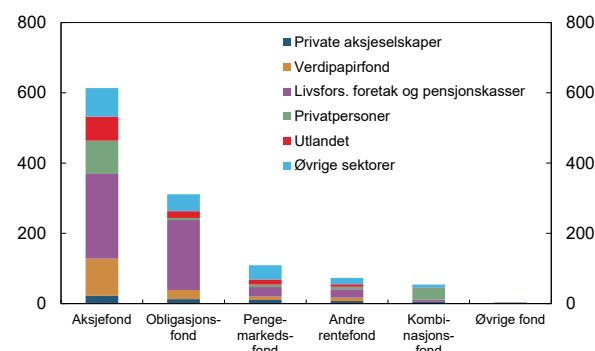
Kilde: Verdipapirfondenes Forening

Figur 2.21 Netto nyteging i verdipapirfond. Milliarder kroner. 2004 – 2018



Kilde: Verdipapirfondenes Forening

Figur 2.22 Andelseiere i verdipapirfond. Milliarder kroner. Per 31. desember 2018



Kilde: Statistisk sentralbyrå

3 Se for eksempel Fama and French (2010): «Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns», Journal of Finance, Vol. LXV no 5.

2.7.3 Regulering av verdipapirfond

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

2.8 ANDRE FINANSFORETAK

2.8.1 Finansieringsforetak

Finansieringsforetakene gir hovedsakelig kortsiktige lån innenfor leiefinansiering (leasing), «factoring», gjeldsbrevlån til næringslivet og forbrukslån, ofte i tilknytning til kredittkort. Utlånene finansieres i hovedsak gjennom kortsiktige innlån. Foretakenes samlede utlån var om lag 194 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Om lag 35 prosent av finansieringsforetakene, målt ved utlån, er utenlandske foretak etablert med filial i Norge.

«Factoring» er en form for finansiering av bedrifter. Bedriften sender sine fakturaer til finansieringsforetaket som umiddelbart betaler ut («låner ut») om lag 80 % av verdien på disse fakturaene til bedriften. Fakturaene betales til finansieringsforetaket som overfører restbeløpet til bedriften med fradrag av sine gebyrer og renter.

2.8.2 Verdipapirforetak

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

Verdipapirforetak driver også aktiv forvaltning av investors portefølje på individuell basis og etter investors

fullmakt. For å forebygge interessekonflikter mellom kunder og mellom foretak og kunder, må det etableres systemer og fysiske informasjonssperrer mellom den aktive forvaltningen og øvrige virksomhetsområder.

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

Ved utgangen av 2018 var det 96 verdipapirforetak med norsk tillatelse. Av disse var 21 banker med konsesjon som verdipapirforetak. I tillegg kommer 22 filialer av utenlandske verdipapirforetak.

2.8.3 Investeringselskap

Investeringselskaper er selskaper med en eller flere eiere som er opprettet for å investere i en underliggende portefølje av investeringsaktiva. Det er normalt lagt til rette for flere deltakere. Selskapets struktur er gjerne basert på avtaler om forvaltning og administrasjon. Investeringselskaper 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.

2.8.4 Såkornelskaper (venture capital)

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

Norske fond som investerer i ikke-børsnoterte selskaper (gjerner kalt Private Equity fond) investerte i 2017 totalt 8,5 milliarder kroner ifølge Norsk Venturekapitalforening. Midlene ble fordelt med 6,6 milliarder på oppkjøpsfond, 1,7 milliarder på venturefond og 0,2 milliarder på såkornfond.

2.8.5 Folkefinansiering

Utviklingen av digitale plattformer har gitt nye og økte finansieringsmuligheter. Folkefinansiering innebærer at mange enkeltpersoner finansierer en bedrift eller en privatperson. For eksempel, i tradisjonelle finansieringsmodeller for finansiering av foretak blir noen få investorer, for eksempel kun én bank eller noen større investorer, spurt om å investere et større beløp. Folkeinvestering snur om på dette ved å bruke elektroniske plattformer til å nå ut til mange små potensielle investorer som hver for seg kan ønske å investere relativt små beløp. Folkefinansiering kalles derfor «crowdfunding» på engelsk.

En finansieringstransaksjon involverer tre ulike typer aktører: investor som investerer («folkemassen»), et foretak eller en privatperson som søker finansiering, og folkefinansieringsforetaket som formidler finansieringen via en elektronisk plattform.

Finansiell folkefinansiering deles inn i to kategorier:

- *Lånebasert folkefinansiering (peer-to-peer lending (P2P))*. Folkemassen (långiveren) låner ut midler til foretak eller privatperson (låntaker). Lånet formidles av et folkefinansieringsforetak gjennom en elektronisk plattform.
- *Egenkapitalbasert folkefinansiering*. Folkemassen innbetaler et beløp mot eierskap i et foretak i form av unoterte aksjer. Emisjonen formidles av et folkefinansieringsforetak gjennom en elektronisk plattform.

Finansiell folkefinansiering brukes typisk for å hente inn kapital til mindre prosjekter, men privatpersoner kan også ta opp forbrukslån gjennom slike plattformer. De fleste plattformene som driver med finansiell folkefinansiering formidler finansiering til små- og mellomstore foretak. Bedrifter i dette segmentet kan ofte ha vanskeligheter med å få lån fra banker eller innhente egenkapital ved hjelp av verdipapirforetak eller venturekapitalmiljøer. Finansiell folkefinansiering bidrar til at enkeltpersoner kan investere direkte i prosjekter eller bedrifter som de ellers ikke ville hatt lett tilgang til. Bedrifter kan få lavere transaksjonskostnader ved kapitalinnhenting. Folkefinansiering kan dermed gi økt verdiskaping hvis det bidrar til at flere forventet lønnsomme prosjekter blir realisert.

Begrepet folkefinansiering omfatter også ikke-finansiell folkefinansiering:

- *Donasjonsbasert*. Gode formål eller små bedrifter og prosjekter kan søke støtte på slike plattformer. Giveren mottar ikke noen motytelse.
- *Belønningsbasert*. Støtte til mer kommersielle prosjekter hvor giveren gir et beløp og mottar en belønning fra prosjekteier som for eksempel en rabatt på det fremtidige produktet (forhåndssalg) eller en vareprøve.

I flere land har folkefinansiering vokst raskt. Kina og USA har stor utbredelse av folkefinansiering, mens Storbritannia har det største markedet for folkefinansiering i EU, se mer informasjon i NOU 2018: 5, *Kapital i omstillingens tid*.

Omfanget av låne- og egenkapitalbasert folkefinansiering i Norge er så langt relativt begrenset, men nye aktører etablerer seg stadig og bransjen er i vekst.

Det finnes for tiden ingen felles internasjonal og harmonisert regulering av finansiell folkefinansiering. Det er fremmet et forslag til regelverk i EU som ennå ikke er vedtatt. Norge har ikke et særskilt regelverk for folkefinansiering, men Finansdepartementet har fastsatt en endring i finansforetaksforskriften, som unntar utlån gjennom plattformer for lånebasert folkefinansiering fra konsesjonsplikt når enkelte vilkår er tilstede. Forskriftsendringen er gjeldende fra 1. juni 2019.⁴ Finansdepartementet har også sendt ut et forslag til regler om lånebasert folkefinansiering på høring.⁵ Forslagene gjelder bare plattformer som formidler lån til næringsdrivende. I høringsnotatet er det utkast til endringer i finansforetaksloven og et utkast til forskrift om låneformidlingsvirksomhet. Folkefinansieringsaktørene må også følge eksisterende regelverk, herunder finansforetaksloven, verdipapirhandeloven og loven om alternative investeringsfond (AIF), se *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet*.

⁴ Plattformene må drives av et låneformidlingsforetak eller et finansforetak, og långivers samlede utlån kan ikke overstige 1 million kroner per år, se *Forskrift om endring i forskrift om finansforetak og finanskonsern*.

⁵ Høring – Forslag til regler for lånebasert folkefinansiering.

3 Finansiell infrastruktur

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

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

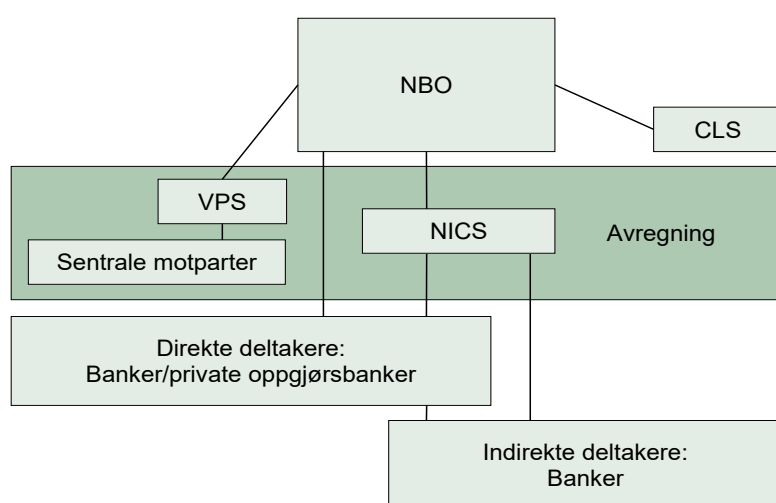
Kjernen i det norske interbanksystemet er Norges Banks oppgjørssystem (NBO) og avregningssystemet

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

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

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

Figur 3.1 Det norske betalingssystemet¹



¹ Figuren er en forenkling og gir ikke et fullstendig bilde.

Kilde: Norges Bank

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

3.1 KUNDERETTEDE BETALINGSTJENESTER

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

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

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

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

3.1.1 Kontanter

Kontanter er både et betalingsmiddel og et betalingsinstrument. Norske sedler og mynter er en fordring på Norges Bank og har visse likheter med et gjelds-

«SINGLE EURO PAYMENTS AREA» (SEPA)

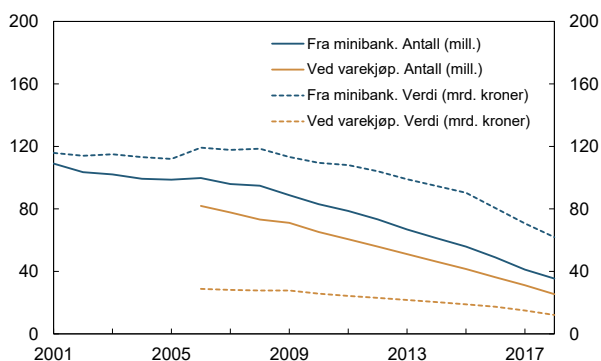
SEPA er et europeisk samarbeid for felles betalingsløsninger. Formålet er å skape en felles europeisk plattform for betalingssystemer isteden for nasjonale systemer med ulike format og priser. Grunnlaget for SEPA ble lagt gjennom en EU-forordning i 2001 og fastsetter at eurooverføringer mellom land innenfor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

brev. Det betyr at den økonomiske verdien representeres av seddelen eller mynten. Det betyr også at oppgjøret mellom kjøper og selger skjer direkte når sedlene og myntene blir overlevert.

Kontopenger kan gjøres om til kontanter enten over skranken i bankfilialer, post i butikk, ved uttak fra minibank eller ved kontantuttak ved varekjøp. Motsatt kan kontanter gjøres om til kontopenger over skranken i bankfilialer, post i butikk eller i bankenes innskuddsautomater. Omveksling fra kontopenger til kontanter og vice versa gjøres til pålydende (100 kroner i kontopenger kan veksles til 100 kroner i kontanter). Gjennomsnittsstørrelsen på uttak fra minibanker var i overkant av 1700 kroner i 2018, mens gjennomsnittsstørrelsen på uttak ved varekjøp var i underkant av 500 kroner. Statistikk for uttak av kontanter over skranke er ikke tilgjengelig.

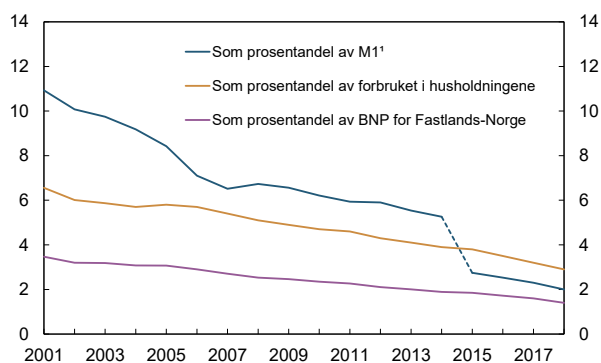
Kontanter er tvungne betalingsmidler i Norge. Det følger av Finansavtaleloven at forbruker har rett til å gjøre opp med kontanter hos betalingsmottaker. Mottaker er imidlertid ikke forpliktet til å godta betaling med mer enn tjuufem mynter av hver valør. Etter Finansforetaksloven skal bankene, i samsvar med kundenes behov og forventninger, motta kontanter fra kundene og gjøre innskudd tilgjengelig for kundene i form av kontanter. Bankene må derfor legge

Figur 3.2 Uttak av kontanter fra minibank og ved varekjøp. 2001 – 2018



Kilde: Norges Bank

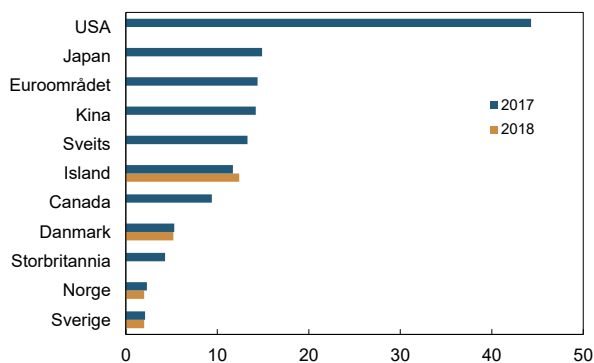
Figur 3.3 Verdien av kontanter i omløp i prosent av verdien av betalingsmidler (M1), husholdningenes forbruk og BNP for Fastlands-Norge. Prosent. 2001 – 2018



1) M1 er omdefinert fra og med 2015.

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 3.4 Kontanter i prosent av betalingsmidler (M1) i utvalgte land. 2017 og 2018 (Norden)



Kilder: BIS, Danmarks Nationalbank, Den islandske sentralbanken, ESB, Statistisk sentralbyrå, Statistiska Centralbyrån og Norges Bank

til rette for at kundene har mulighet til å gjøre kontopenger om til kontanter og omvendt. Kontopenger er et alminnelig godtatt betalingsmiddel, men ikke et tvungent betalingsmiddel.

Andelen kontantbetalinger er redusert de siste årene. Uttak av kontanter både fra minibank og ved varekjøp faller, se figur 3.2. Spørreundersøkelser og datainnsamling indikerer at i 2019 ble i gjennomsnitt rundt 10 prosent av betalinger til utsalgssteder og til andre privatpersoner gjort med kontanter. Datainnsamling fra 2017 viser at kontantandelen i dagligvarehandelen er rundt 20–25 prosent.

Verdien av utestående kontanter har holdt seg relativt stabil de siste tiårene, men har falt som andel av betalingsmidler (M1), samlet privat forbruk og BNP for Fastlands-Norge, se figur 3.3. Andelen utgjorde 2,0 prosent i 2018, noe som er veldig lavt sammenliknet med andre land, se figur 3.4.

3.1.2 Betalingskort

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

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

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

HVORDAN FOREGÅR EN BETALING MED BANKAXEPT-KORT?

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

For å kunne tilby betalinger med BankAxept-kort må butikken (brukerstedet) ha avtale med både BankAxept og 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. Betalere må ha avtale med en bank om å knytte et BankAxept-kort til kontoen sin.

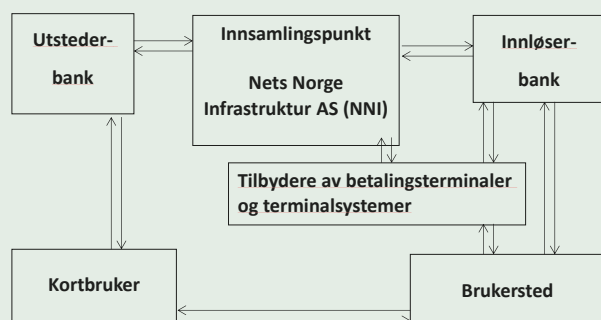
Hva skjer når det blir gjort en betaling med BankAxept-kort?

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

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

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

Figur 3.5 Transaksjonsflyt i en BankAxept-betaling



BETALINGER MED MOBILTELEFON

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

Det finnes i hovedsak to løsninger for mobilbetaling i fysiske butikker i Norge i dag, Apple Pay og Google Pay. For mobilbetalinger mellom privatpersoner finnes i hovedsak én løsning, Vipps. Vipps eies av DNB, Sparebank1-alliansen, en gruppering av selvstendige sparebanker, Eika-alliansen og Sparebanken Møre. Vipps, Apple Pay og Google Pay kan alle også brukes til netthandel.

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

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

Ved utgangen av 2018 var det 14,6 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 fortsatt at kortets chip leses av i en fysisk betalingsterminal og kortholderen taster inn sin personlige sikkerhetskode (PIN-kode).

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

Betalingskort brukes også til avstandsbetalinger, i hovedsak ved varekjøp over internett. Brukeren legger da inn kortdetaljene sine og godkjenner betalingen i

en online betalingsterminal direkte fra egen PC. Alternativt kan betalingsprosessen forenkles ved å bruke en såkalt digital lommebok, se boks: **Betalinger med mobiltelefon**.

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

Antallet vare- og tjenestekjøp 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 2018 ble det gjort knapt 2,5 milliarder transaksjoner med betalingskort (vare- og tjenestekjøp og kontantuttak). I gjennomsnitt brukte hver innbygger betalingskort 475 ganger i 2018, se figur 3.6. Den gjennomsnittlige verdien på korttransaksjonene var 382 kroner.

BETALINGER MED REALTIDSOPPGJØR

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

I Norge etablerte banknæringen løsningen «Straksbetalinger» i 2012. Løsningen innebærer at betalingene blir tilgjengelige for mottakerne umiddelbart, men bankene tar kredittrisiko da oppgjøret mellom bankene skjer i etterkant. Løsningen er dermed ikke fullt ut tilfredsstillende. Etter initiativ fra Norges Bank utvikles nå en løsning for oppgjør av realtidsbetalinger uten kredittrisiko for bankene.

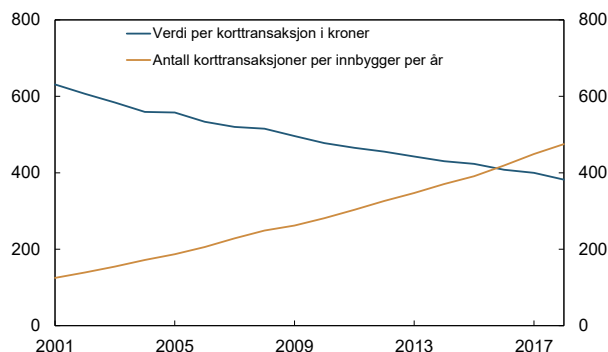
Se *Finansiell Infrastruktur 2019*, Norges Bank, for en nærmere omtale av realtidsbetalinger og om framdriften i arbeidet med å få etablert en løsning for betalinger med realtidsoppgjør i Norge.

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

Det har vært sterk vekst i betalinger over internett de siste årene, se figur 3.8. I 2018 ble det gjort 292 millioner slike betalinger med norske betalingskort. Betalinger til utenlandske og norske nettsteder utgjør om lag halvparten hver av internettbetalingene.

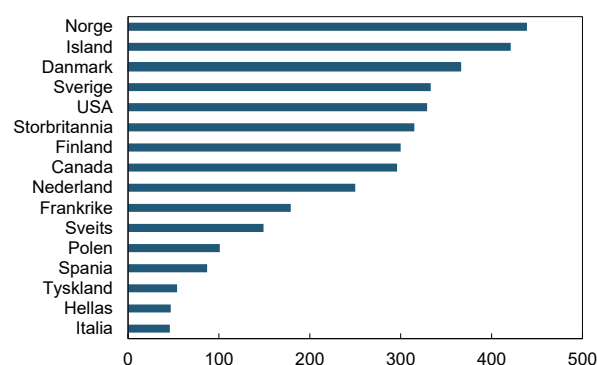
Den samlede verdien av betalingene over internett var 131 milliarder kroner i 2018. Den gjennomsnittlige verdien av disse betalingene var rundt 450 kroner. Internettbetalinger med betalingskort utgjorde i 2018

Figur 3.6 Antall korttransaksjoner per innbygger per år og verdi per korttransaksjon i kroner. 2001 – 2018



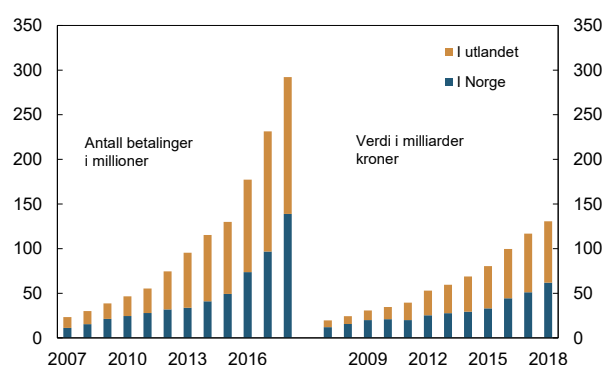
Kilde: Norges Bank

Figur 3.7 Antall kortbetalinger per innbygger i utvalgte land. 2017



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

Figur 3.8 Betalinger over internett med norske betalingskort. 2007 – 2018



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

rundt 12 prosent av alle betalinger med norske betalingskort. Målt i verdi utgjorde betalingene drøyt 15 prosent av den totale verdien betalt med norske betalingskort.

Også antallet mobilbetalinger har økt mye. I første rekke er det mobilbetalinger mellom privatpersoner som har vokst sterkt, mens mobilbetalinger på fysiske brukersteder og på nett ikke har vokst like sterkt.

3.1.3 Girobetalinger

Husholdninger bruker giro for å betale regninger og overføre penger til andre. Bedrifter bruker giro for å betale regninger og lønn.

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

kunden. Både mottaker og betaler må ha avtale med banken sin for å gjennomføre direkte debitering.

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

I 2018 var antallet kortbetalinger mer enn tre ganger så mange som antallet girobetalinger, se figur 3.9. Den samlede verdien på girobetalingene er likevel langt høyere enn verdien på kortbetalingene. Mens en gjennomsnittlig kortbetaling var rundt 350 kroner i 2018, var en gjennomsnittlig girobetaling knappe 23 000 kroner.

De aller fleste girobetalingene fra personkunder er elektroniske. Figur 3.10 gir en oversikt over ulike girobetalinger. Papirbaserte og manuelle former for girobetalinger, som for eksempel brevgiro og telegiro, er nesten ikke i bruk lenger. Ordinære nettbankbetalin-

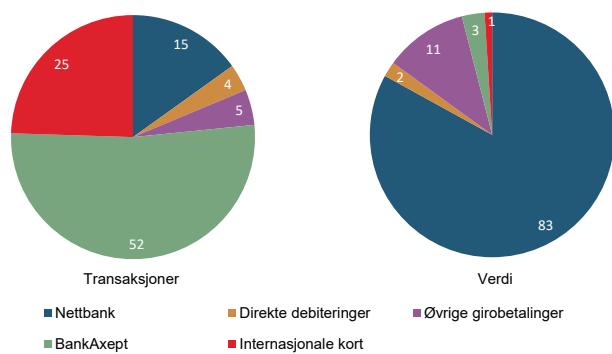
PSD2 OG FORMIDLINGSGEBYRFORSKRIFTEN

EU-kommisjonen foreslo et revidert betalingstjenestedirektiv (PSD2) i 2013. Det trådte i kraft i EU i 2018 og i Norge 1. april 2019, men det vil gå noe tid før det er fullt ut implementert, fordi sekundærregelverk må på plass. Det overordnede formålet til PSD2, sammen med forordningen om interbankgebyr og SEPA-forordningen, er å sikre moderne, effektive og billigere betalingstjenester, samt å beskytte kundene.

Direktivet legger til rette for to nye typer betalingstjenester:

- Betalingsinitieringstjenester som innebærer at en betalingsfullmektig får adgang til å initiere en betalingsordre fra en kundes betalingskonto. En betalingsfullmektig kan for eksempel være et selskap som tilbyr en betalingsapplikasjon på smarttelefon som en selvstendig tjeneste eller som en del av sitt samlede tjenestetilbud.
- Kontoopplysningstjenester som innebærer at en opplysningsfullmektig får tilgang til informasjon på kundens konto. En kontoopplysningstjeneste kan for eksempel være en mobilapplikasjon som gir kunden en samlet oversikt over finansielle balanser i ulike finansinstitusjoner. En slik tjeneste kan kombineres med en betalingsapplikasjon, markedsføring og rådgivning.

Figur 3.9 Bruken av ulike betalingsinstrumenter som andel av totale transaksjoner og total verdi. Prosent. 2018



Kilde: Norges Bank

ger er den klart vanligste formen for regningsbetaling blant personkunder. Bruken av ressursbesparende betalingsmåter som for eksempel AvtaleGiro vokser imidlertid sterkt. Antallet Straksbetalinger har også økt sterkt. Dette er betalinger som blir tilgjengelig for betalingsmottaker nesten umiddelbart etter at betalingen er initiert fra betalers side. En slik giro betales automatisk på forfallstidspunktet, så lenge det er dekning på kontoen beløpet skal trekkes fra.

For mer informasjon om kunderettede betalings-tjenester, se Norges Bank (2019) «Kunderetta betalingsformidling 2018», *Norges Bank Memo* 1/2019.

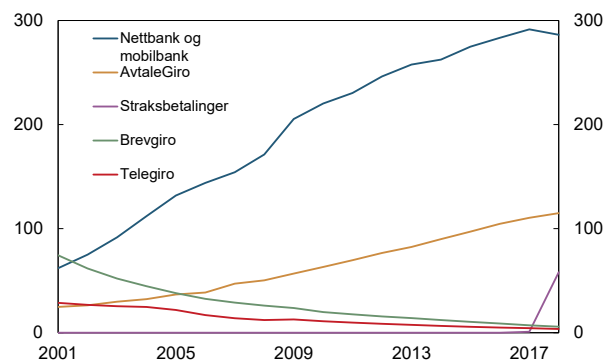
3.2 INTERBANKSYSTEMER

3.2.1 Norges Banks oppgjørssystem (NBO)

Norges Bank er den øverste oppgjørssbanken 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 248 milliarder kroner.

NBO benyttes også for å gjennomføre Norges Banks pengepolitikk. Les mer om gjennomføringen av pengepolitikken i kapittel 1.1 *Pengemarkedet* og i boks:

Figur 3.10 Debet- og kreditoverføringer fra personkunder. Millioner betalinger. 2001 – 2018



Kilde: Norges Bank

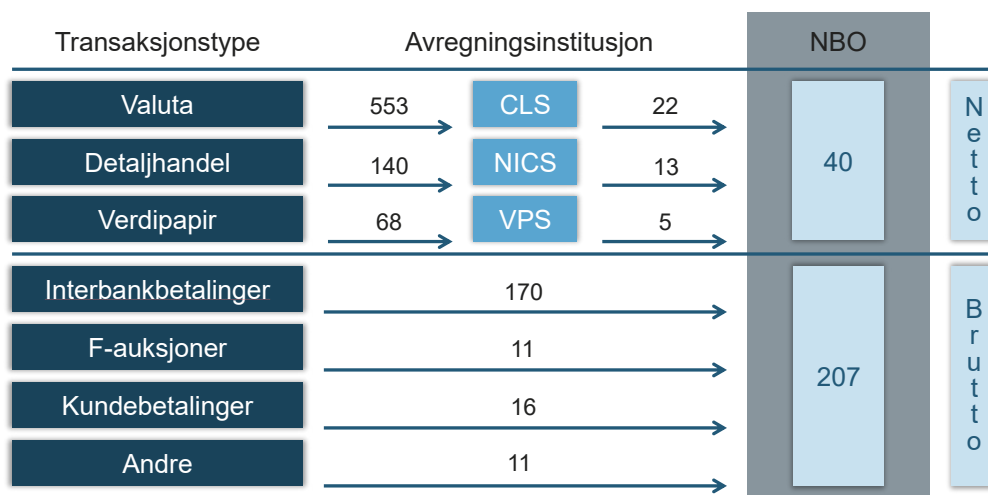
Norges Banks likviditetsstyring og overnattenrenten, i kapittel 1.

127 banker har konto i NBO, inkludert de fleste norske bankene. 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. Utenlandske banker uten filial i Norge kan ha konto i Norges Bank, men slike banker velger å delta indirekte i oppgjøret i Norges Bank. 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 (oppgjør av enkelttransaksjoner i sanntid) står for vel 90 prosent av omsetningen i NBO, se figur 3.11. Her gjøres store finansmarkeds-transaksjoner opp, gjerne knyttet til bankenes handel med valuta, likviditetsstyring og betalinger på vegne av kunder, se figur 3.12. Gjennomsnittlig

Figur 3.11 Brutto- og nettooppgjør. Milliarder kroner. Daglig gjennomsnitt. 2017



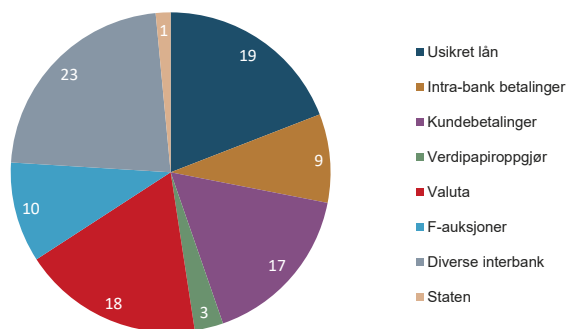
Kilder: NICS Operatørkontor, VPS, CLS Services og Norges Bank

størrelse på transaksjonene var vel 104 millioner kroner i 2018. 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 3.2.2 *Avregningssentralen NICS*. I NICS Netto inngår i hovedsak vanlige kundebetaling, men også enkelte mindre finansmarkedstransaksjoner (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 3.3 *Verdipapiroppgjøret (VPO)*. Deltakere i VPO som ikke har konto i Norges Bank, gjør opp betalingen av verdipapiroppgjøret gjennom en bank (likviditetsbank).
- Derivatoppgjøret. Deltakere i oppgjøret er sentrale motparter og enkelte store banker. I oppgjøret inngår blant annet betalinger knyttet til opsjonspremier, gebyrer og renter, se kapittel 3.4 *Sentrale motparter*.

Figur 3.12 Bruttooppgjør fordelt etter transaksjonstype. Prosent. August 2015



Kilder: NICS Operatørkontor, 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.

DIGITALE SENTRALBANKPENGER

Flere sentralbanker, herunder Norges Bank, vurderer om de i fremtiden skal utstede allment tilgjengelige elektroniske penger. Slike penger er en fordring på sentralbanken i den offisielle pengeenheten, og vil være et supplement til kontanter.

Teknologisk utvikling har bidratt til å aktualisere problemstillingen. Fallende kontantbruk har gjort at vi må tenke gjennom om vi i fremtiden vil trenge noen nye funksjoner som er viktige for å sikre et effektivt og robust betalingssystem og tillit til pengevesenet. Hvis svaret på det er ja, kan digitale sentralbankpenger være et hensiktsmessig tiltak for å bøte på svakheter som ellers kan oppstå. Samtidig kan innføring av slike penger ha konsekvenser for blant annet bankenes finansiering og finansiell stabilitet. Slike penger kan utformes på ulike måter, avhengig av hva en ønsker å oppnå.

Digitale sentralbankpenger reiser komplekse problemstillinger. Vi har få internasjonale erfaringer å trekke på. Det er behov for mer analyse for å vurdere formål, hvilke typer løsninger som best oppnår formål og nytten målt mot finansielle kostnader og andre kostnader. Dette er et langsiktig arbeid.¹

¹ Se *Norges Bank Memo 1/2018* for en nærmere drøfting av digitale sentralbankpenger.

3.2.2 Avregningsentralen NICS

NICS er bankenes felles system for mottak og avregning av betalingstransaksjoner. Nesten alle betalings- og transaksjoner i Norge blir sendt til NICS for avregning før de blir viderefremmet 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) fem ganger hver dag, henholdsvis: 05:30, 09:30, 11:00, 13:30 og 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 2019 deltok 21 banker direkte i nettoppgjøret i NBO, mens 103 banker deltok indirekte. Den største private oppgjørsbanken er DNB ASA, som gjør opp på vegne av 92 banker. SpareBank 1 SMN er oppgjørsbank for 10 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.

Finansnæringens infrastrukturselskap Bits AS (Bits) har konsesjon fra Norges Bank til å være operatør av interbanksystemet NICS⁶. Norges Bank fører tilsyn med Bits. Bits har utkontraktet driften til Nets Norge Infrastruktur AS, som er et selskap i Nets-konsernet. Selv om driften av NICS er utkontraktet, er det Bits som har ansvaret for driften.

3.2.3 Risiko ved oppgjør av valutahandler og valutaoppgjørssystemet CLS

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

For å redusere risikoen i valutaoppjøret ble CLS opprettet i 2002. Oppgjør i CLS innebærer betaling-motbetaling, noe som betyr at bankene er sikret ikke å levere fra seg en del av handelen uten å motta den andre delen. Kredittrisikoen i valutaoppjøret er dermed kraftig redusert, og bankene har bare kredittrisiko mot CLS. CLS foretar i dag oppgjør i 18 forskjell-

⁶ Operatøransvaret for NICS ble flyttet fra NICS Operatørkontor til BITS AS i 2017.

lige valutaer på tvers av landegrensene. I tillegg til norske kroner gjøres amerikanske dollar, canadiske dollar, britiske pund, euro, svenske kroner, danske kroner, sveitsiske franc, australske dollar, new zealandske dollar, singaporske dollar, hongkong dollar, japanske yen, koreanske won, mexikanske pesos, israelske shekel, ungarske forint og sør-afrikanske rand opp i CLS.

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

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

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

3.3 VERDIPAPIROPPGJØRET (VPO)

Verdipapiroppgjøret (VPO) har både en penge- og verdipapirside. Eierskapet til norske finansielle instrumenter er registrert elektronisk på kontoer i et register som eies og drives av Verdipapirsentralen ASA (VPS). VPS driver den eneste norske verdipapirsentralen (før

«HERSTATT-RISIKO»

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

2019 kalt verdipapirregister). I verdipapirsentralen registreres viktig informasjon om verdipapiret, for eksempel hvem som er eier eller om det er pantsatt. En verdipapirhandel er ikke fullført (fått rettsvern) før endringen i eierskap er registrert i verdipapirsentralen. Alle finansielle instrumenter kan innføres i en verdipapirsentral.

Samlet markedsverdi av verdipapirer registrert i VPS er i dag omtrent 5 800 milliarder kroner. Ved salg av et verdipapir «flyttes papiret» fra selgers konto til kjøpers konto i registeret til VPS, mens pengeoppgjøret skjer i Norges Bank. VPO blir gjennomført tre ganger per dag (om morgenen, om formiddagen og om ettermiddagen). Daglig brutto omsetning i verdipapiroppgjøret i VPS var vel 68 milliarder kroner i 2018, mens daglig netto oppgjørsverdi i Norges Bank var om lag 4,8 milliarder. VPS eies av Oslo Børs VPS Holding ASA.

Tradisjonelt har hvert land hatt egne løsninger for handel og oppgjør av verdipapirer. De siste årene har imidlertid EU arbeidet for økt integrasjon av de europeiske verdipapirmarkedene. En slik utvikling er

fremmet både gjennom standardisering av lovgivningen i europeiske land, og av at ESB/Eurosystemet gjennom TARGET2 og TARGET2-Securities (T2S) har etablert systemer for betalinger og oppgjør av verdipapirhandler over landegrensene. Les mer i boks: **TARGET2-Securities (T2S)**.

3.3.1 Hvordan inngås handelen?

Finansielle instrumenter handles både på regulerte handelsplasser (for eksempel en børs) og uregulerte markeder, se også boks: **Omsetning av verdipapirer: Børs og OTC** i kapittel 1.

En investor som ønsker å kjøpe eller selge en aksje på en regulert handelsplass, 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 handelsplassen og spesifisere hvilke verdipapirer som ønskes kjøpt eller solgt og ønsket volum og pris. På handelsplassen kobles kjøps- og salgsordrene, og handler blir inngått fortløpende så snart en kjøps- og salgsordre stemmer overens når det gjelder pris, volum og eventuelle andre betingelser. Handelen gjøres normalt opp to dager etter at den er inngått.

Investorene i obligasjonsmarkedet er normalt store aktører som banker og forsikringsselskap. Disse inngår vanligvis handler bilateralt utenom markeds-plass (OTC). I handelen avtales volum, pris, oppgjørs-

dag og eventuelt andre betingelser. Kjøper og selger (eventuelt deres meglere) sender informasjon om handelen til VPS som «matcher» opplysningene fra de to partene. Som for aksjer blir handelen normalt gjort opp to dager etter at den er inngått.

3.3.2 Hvordan gjennomføres verdipapiroppgjøret?

36 aktører deltar direkte på papirsiden i VPO. Det er verdipapiravdelingene til store norske banker, filialer av utenlandske banker, enkelte norske meglerhus og sentrale motparter. 20 av disse deltar også direkte i pengeoppgjøret i Norges Bank. Deltakerne i Norges Bank er banker og sentrale motparter. Private investorer og flere banker deltar i VPO gjennom en av de direkte deltakerne.

Både handel med rentepapirer og aksjer sendes til VPS fra verdipapirforetakene. VPS kontrollerer at opplysningene for kjøp og salg stemmer overens når det gjelder pris, volum og andre betingelser («matching»). Dersom det er handel i aksjer, vil normalt en sentral motpart bli motpart i verdipapiroppgjøret i VPS, se kapittel 3.4 *Sentrale motparter*.

VPO er et multilateralt nettooppgjør. VPS beregner en nettoposisjon for hver bank, på bakgrunn av de avtalte verdipapirtransaksjonene. Norges Bank gjennomfører pengedelen av oppgjøret og VPS bokfører verdipapirtransaksjonene på deltakernes verdipapir-

TARGET2-SECURITIES (T2S)

Arbeidet med å skape et indre marked for finansielle tjenester er blitt styrket ved at det i regi av Den Europeiske Sentralbanken (ESB) er utviklet infrastruktur for oppgjør av verdipapirhandler på tvers av landegrensene, TARGET2-Securities (T2S).

T2S brukes i dag av 24 verdipapirsentraler. Bortsett fra den danske verdipapirsentralen VP securities, har alle oppgjør i euro. Norges Bank og VPS kan bli med på et senere tidspunkt, hvis det er tilstrekkelig interesse for dette blant markedsaktørene og Norges Bank får en tilfredsstillende avtale med ESB.

Med T2S vil bankene fremdeles ha verdipapirkontoer i verdipapirsentraler og pengekontoer i sentralbankene, men kontoene til sentralbankene og verdipapirsentralene som deltar i T2S, knyttes sammen. Oppgjøret på verdipapirkonto og sentralbankkonto skjer transaksjon for transaksjon ved at verdipapirer og penger flyttes samtidig. Dersom verdipapirsentralene har konti hos hverandre, vil to banker kunne gjøre opp verdipapirhandler direkte med hverandre, selv om de ikke deltar i samme verdipapirsentral.

kontoer (papirsiden av verdipapiroppgjøret). 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 nettoposisjon nær null. Det skyldes at de sentrale motpartene er selger for kjøper og kjøper for selger.

Etter at oppgjøret mellom verdipapirforetakene og bankene er fullført, blir investorer (og andre indirekte deltakere i oppgjøret) godskrevet eller belastet. På pengesiden betyr det at verdipapirforetakene overfører pengene til investorer som har solgt verdipapirer, og belaster investorer som har kjøpt verdipapirer. Det kan også gjøres før oppgjøret. For norske investorer skjer bokføringen av norske aksjer på VPS-konti i investorens navn. Ellers er det tillatt at verdipapirene bokføres på konto i investors bank (forvalterregistrering). Det er da bare forvalteren og ikke den reelle eierens navn som fremkommer i verdipapirsentralen, Det er i dag omtrent 1,3 millioner VPS-konti.

3.4 SENTRALE MOTPARTER

En sentral motpart trer inn i en handel mellom kjøper og selger, og blir motpart for begge parter. Den opprinnelige kontrakten erstattes av to nye: en mellom kjøper og den sentrale motparten, og en mellom selger og den sentrale motparten. Partene i handelen

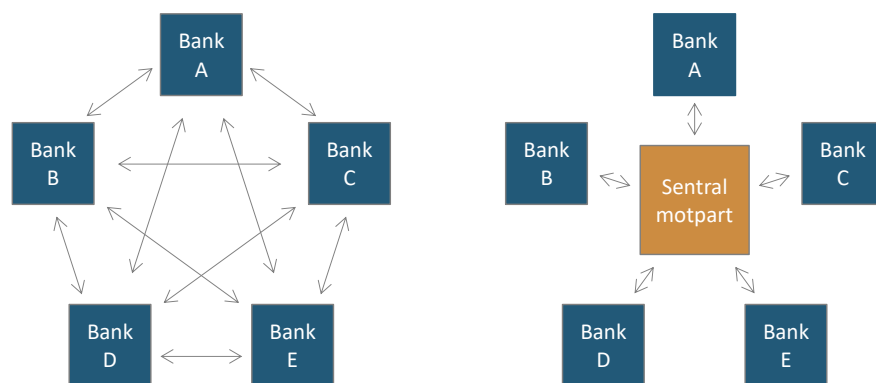
vil ikke ha risiko mot hverandre, men mot den sentrale motparten, se figur 3.13. Den sentrale motparten garanterer for oppfyllelse av handler den trer inn i («clearing») og sørger for inn- og utbetaling av eventuelle marginkrav. Marginkrav er kontanter eller verdipapirer og skal sørge for at den sentrale motparten ikke påføres tap om en deltaker misligholder sine forpliktelser.

3.4.1 Bruken av sentrale motparter

Den internasjonale finanskrisen i 2008 viste at bilaterale handler med derivater (OTC-derivater) ikke var tilstrekkelig sikret med marginer. I tillegg hadde myndighetene liten oversikt over eksponeringene mellom aktørene i markedet. I lys av erfaringene fra finanskrisen ble lederne i G20-landene enige om å styrke reguleringen av derivatmarkedene. Et viktig tiltak er 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: **Europeisk lovgivning for verdipapirer og derivater.**

EMIR ble implementert i Norge 1. juli 2017. Se også *Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet.* EMIR har innført clearingplikt for norske banker på standardiserte rentederivater, som er de klart mest handlede derivatene, se figur 3.14. Bankene benytter for eksempel rentederivater i forbindelse med obli-

Figur 3.13 Sentrale motparter



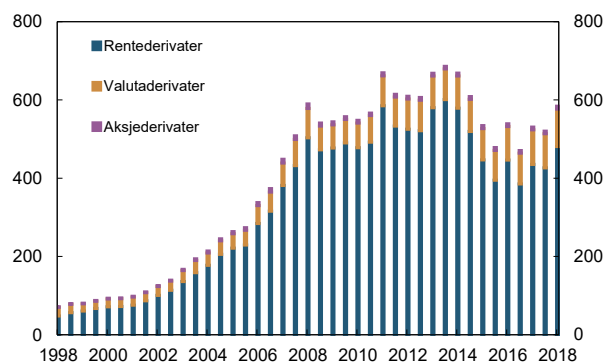
gasjonsfinansiering i valuta, se boks: **Norske banker og kredittforetaks obligasjonsfinansiering fra utlandet** i kapittel 1. I dag gjør de norske bankene opp rentederivater både bilateralt og gjennom SwapClear, som er en del av den britiske sentrale motparten LCH. Clearnet (LCH). DNB Bank ASA deltar direkte i SwapClear sammen med flere andre nordiske banker.

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

3.4.2 Sentrale motparter og finansiell stabilitet

En sentral motpart har i utgangspunktet en balansert posisjon. Eventuelle svingninger i kursene på aksjene eller derivatene den gjør opp fører dermed ikke til risiko for tap for den sentrale motparten. Sentrale motparter er likevel utsatt for en betinget markedsrisiko. Dersom en av partene ikke innfrir sin del av

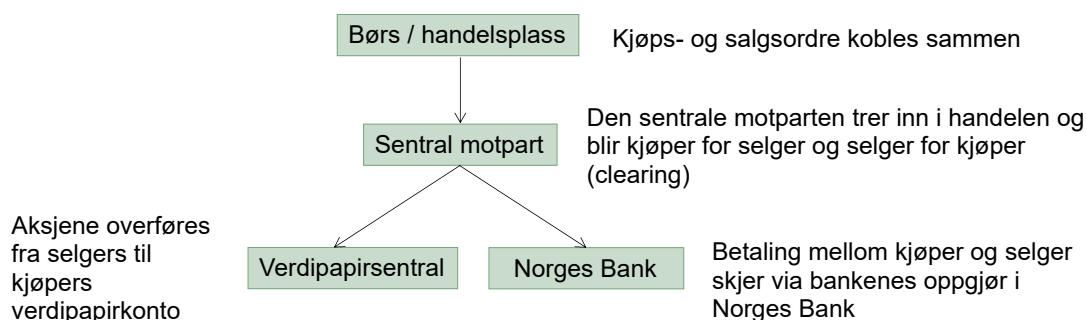
Figur 3.14 Markedet for OTC-derivater globalt. Pålydende utestående beløp. 1000 milliarder USD. 30. juni 1998 – 30. juni 2018



Kilde: BIS

handelen, er den sentrale motparten forpliktet til å innfri handelen mot parten som ikke har feilet. Oppstår en slik situasjon, vil posisjonen til den sentrale motparten ikke lenger være balansert. Den sentrale motparten vil da 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.

Figur 3.15 Handel, clearing og oppgjør av aksjer i norske kroner¹



¹ Figuren er en forenkling og gir ikke et fullstendig bilde.

Kilde: Norges Bank

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 3.16.

De fleste direkte deltakerne i en sentral motpart er store banker. Dersom en sentral motpart får så store tap at den må bruke hele misligholdsfondet til å lukke posisjonen, kan deltakerne (også norske banker) bli bedt om å betale inn mer til misligholdsfondet. Hvor store slike bidrag kan bli, følger av avtalene de sentrale motpartene har med deltakerne.

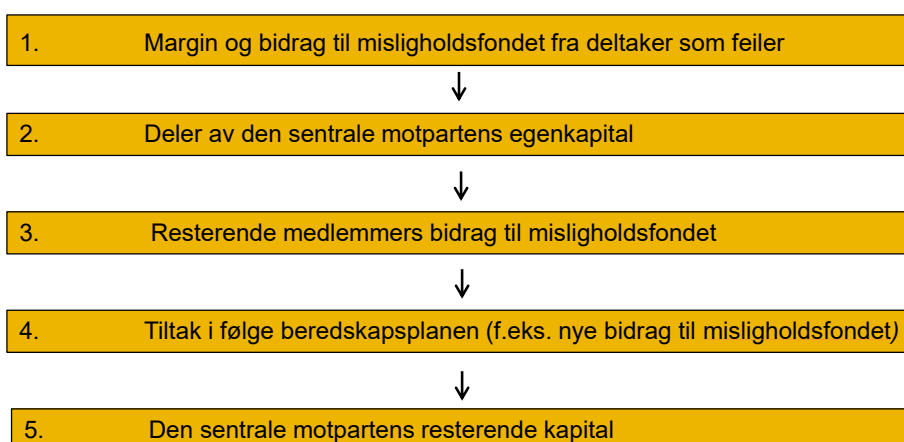
3.4.3 Sentrale motparter og systemrisiko

Sentrale motparter skal ha klare og forhåndsdefinerte prosedyrer for hvordan mislighold fra en deltaker skal håndteres. Sammen med krav til marginer og misligholdsfond bidrar det til lavere sannsynlighet for at problemer skal oppstå enn ved bilateralt oppgjør.

Samtidig har kravene om bruk av sentral motpart ført til at eksponeringene til markedsaktørene er blitt konsentrert til et lite antall sentrale motparter. Det betyr at konsekvensene kan bli store om en sentral motpart ikke håndterer risikoen på en god måte.

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 tre sentrale motparter som er aktive i det norske verdipapirmarkedet.

Figur 3.16 Eksempel på en sentral motparts finansielle forsvarsverk



EUROPEISK LOVGIVNING FOR VERDIPAPIRER OG DERIVATER

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

- MiFID I regulerer det som skjer før en handel inngås, og skal bidra til bedre beskyttelse av investorer. Det settes for eksempel krav til informasjonen som skal gis kundene og begrensninger på hvilke typer produkter ulike typer kunder kan investere i. Direktivet stiller også krav om at beste kjøps- og salgsordre skal gjøres tilgjengelig før en handel, og at pris, volum og tidspunkt for handelen skal offentliggjøres i ettertid. MiFID I ble innført i Norge i 2007.
- MiFID II er en videreutvikling av MiFID I for å svare på enkelte utviklingstrekk i markedet. MiFID II har for eksempel innført krav til aktørene som skal begrense risikoen for ustabilitet og markedsmanipulasjon ved såkalt høyfrekvent handel gjennom dataprogrammer («high frequency trading», eller bare HFT). Aktørene må blant annet utforme sine handelsmodeller, som er basert på matematiske algoritmer, slik at de er robuste overfor ulike markedsforhold. De må også gi tilsynsmyndigheten detaljert informasjon om algoritmene de bruker. MiFID II ble innført i Norge ved forskrift 1. januar 2018.
- EMIR stiller krav om at egnede OTC-derivater skal gjøres opp med sentral motpart, og at alle handler med derivater skal meldes til et transaksjonsregister. Kravet til oppgjør med sentral motpart gjelder for finansielle selskaper som handler derivater på uregulerte markedsplasser. Selskap utenfor finansiell sektor må benytte sentral motpart ved handel med OTC-derivater utover et visst volum. EMIR ble innført i Norge 1. juli 2017.
- CSDR (Central Securities Depository Regulation) standardiserer lovverket for verdipapirsentraler og skal gi økt konkurranse mellom verdipapirsentralene i ulike land. Forordningen legger til rette for lenker (sammenknyttinger) mellom verdipapirsentraler. Investorer og utstedere vil dermed kunne velge i hvilken verdipapirsentral et verdipapir skal være registrert, gitt at dette ikke strider mot nasjonal lovgivning. Harmonisering av regelverket i ulike land er en forutsetning for effektive grensekryssende oppgjør på T2S-plattformen. Ny verdipapirsentrallov som innfører CSDR i Norge er vedtatt, men foreløpig ikke innført.^{1 2}

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

1 <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2019-03-15-6>

2 <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/ny-verdipapirsentrallov/id2617883/>

Vedlegg 1: Regulering av finansmarkeder og markedsplasser

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

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

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

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

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

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

Gjennom EØS-avtalen deltar Norge i EUs indre marked for finansielle tjenester. Den norske lovgivningen følger derfor EUs lovgivning. EUs direktiv om markeder for finansielle instrumenter (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)) fastsetter blant annet krav til verdipapirforetakenes organisering og deres utøvelse av virksomhet, krav om tillatelse for regulerte markeder, rapporteringsforpliktelser for å forhindre markedsmissbruk, opplysningsplikt om handel i aksjer og bestemmelser om opptak av finansielle instrumenter til handel på regulerte markeder. Direktivet er gjennomført i verdipapirhandelloven. MIFID I ble innført i Norge i 2007 og MIFID II i januar 2018.

Gjennom de siste tiårene har ulike former for derivater, se boks: **Derivater** i kapittel 1, blitt en stadig viktigere del av finansmarkedene. Mye av derivathandelen har vært uregulert eller lite regulert. Finanskrisen viste at når markedsdeltakerne har dårlig oversikt over risikoen ved gitte finansielle instrumenter og dessuten mangler oversikt over hvem som eier hvilke instrumenter, kan dette føre til at markedsdeltakerne mister tilliten til hverandre. I etterkant av finanskrisen har dette ført til mer regulering av derivatmarkedene, blant annet clearingplikt på visse standard rentederivater. I EU er det European Market Infrastructure Regulation (EMIR), som regulerer OTC-derivater, sentrale motparter og transaksjonsregistre. EMIR ble innført i Norge 1. juli 2017.

CSDR (Central Securities Depository Regulation) standardiserer lovverket for verdipapirregister og skal gi økt konkurranse mellom verdipapirregistre i ulike land, se *Finansiell Infrastruktur 2018*, Norges Bank. 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 til-
liten i stor grad ved aktørenes selvregulering og ved
at aktørene (det vil her si banker og andre finansinsti-
tusjoner) er regulert. Men, det har de siste årene vært
flere eksempler på misbruk av informasjon og forsøk
på manipulasjon av viktige priser i flere uregulerte
markeder. Det er derfor tatt flere initiativ for å regulere
aktiviteter og markedsaktører som tidligere ikke har
vært regulert.

Vedlegg 2: Regulering av kapitalen i bankene

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

DET INTERNASJONALE BASEL-REGELVERKET

Baselkomiteen for banktilsyn (Basel Committee on Bank Supervision (BCBS)) er et internasjonalt organ for sentralbanker og tilsynsmyndigheter som arbeider med internasjonale regler for bankvirksomhet. Det er de største utviklede økonomiene som deltar. Baselkomiteen har i tre bolker utarbeidet omfattende forslag til regelverk om kapital og likviditet i banker: Basel I, II og III. Basel III har vært under revisjon og ved slutten av 2017 offentliggjorde *Baselkomiteen* forslag til endringer. Forslagene blir av markedsaktører gjerne kalt «Basel IV». Komiteen har ingen overnasjonal myndighet, men medlemslandene har forpliktet seg til å implementere regelverket.

Baselkomiteen hadde sitt første møte i 1975, og i 1988 kom Basel I. Dette var den første globale standarden for regulering av hvor mye kapital bankene skal ha, med implementering i mer enn 100 land. I Norge trådte reglene i kraft i 1991. Basel I innførte krav til kapital som stod i forhold til risikoen i bankenes eiendeler.

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

modellene er basert på historiske tall for mislighold og tap på ulike typer utlån. De fleste store banker bruker slike modeller til å beregne risiko i utlånsporteføljen. Risikovektene skal reflektere risikoen for uventede tap. Forventede tap skal reflekteres i utlånsmarginen og dekkes gjennom løpende inntjening.

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

Basel II innførte tre pilarer for kapitalreguleringen. Pilar 1 fastsetter minimumskrav som gjelder alle banker. Pilar 2 er tilleggskrav basert på tilsynsmyndighetens vurdering av risikoen i den enkelte bank. Pilar 3 omhandler krav om rapportering og informasjon med sikte på å styrke markedsdisiplinen. Pilarene er videreført i Basel III. Basel III innførte flere bufferkrav utover minstekravet til kapital. I tillegg er det i Basel-standardene innført krav til uvektet kjernekapitaldekning («leverage ratio»), som et supplement til de risikovektede kapitalkravene. Krav til uvektet kjernekapitaldekning er allerede innført i EU. Den reviderte versjonen av Basel III inneholder en ny standardmetode for kredittrisiko som gjør kapitalkravene mer følsomme for risiko. I tillegg er det innstramminger i IRB-metoden samtidig som nytt gulv for IRB-bankene vil være mindre bindende enn tidligere overgangsregel. Baselkomiteen foreslår at reglene fases inn fra 2022 til 2027.

KRAV TIL KAPITALDEKNING FOR NORSKE BANKER

Egenkapitalandelen, som er definert som egenkapital i prosent av forvaltningskapital (samlede eiendeler), er det tradisjonelle soliditetsmålet for bedrifter. Banker og andre finansforetak er pålagt å ha tilstrekkelig soliditet i form av krav til kapitaldekning. Det er definert som samlet kapital (egenkapital + hybridkapital + ansvarlig lånekapital (tilleggskapital)) i prosent av risikovektede eiendeler. Dersom et finansforetak går over ende, tar hybridkapital og deretter

tilleggs kapital tap etter egenkapitalen. Eiendeler som ikke kan brukes til å dekke tap, blant annet immaterielle eiendeler, trekkes fra egenkapitalen før kapitaldekningen blir beregnet (regulatoriske fradrag). 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 lån til bedrifter, som er mer risikable.

De viktigste kapitalbegrepene i reguleringen av banker er:

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

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

$$\bullet \text{ Beregningsgrunnlag (RWA)} = \sum_{i=1}^n \text{Eiendel}_i * \text{Risikovekt}_i$$

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

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

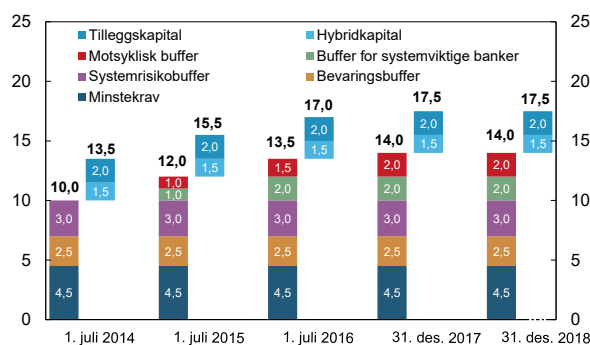
Bevaringsbufferen skal dekke tap og sikre at kapitaldekningen ikke faller under minstekravet i kraftige nedgangsperioder.

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

Bufferen for systemviktige finansforetak gjelder bare for foretak som er utpekt som systemviktige. Det er bufferkrav både til globalt systemviktige og nasjonalt systemviktige banker. Bufferkravet er motivert av at problemer i systemviktige banker kan påføre samfunnet større negative konsekvenser enn tilsvarende problemer i andre banker. Finanstilsynet skal hvert år, innen utgangen av første kvartal, gi råd til Finansdepartementet om hvilke finansforetak som bør anses som nasjonalt systemviktige. Finansforetak med en forvaltningskapital på minst 10 prosent av BNP Fastlands-Norge og/eller en markedsandel for utlån til publikum i Norge på minst 5 prosent skal som hovedregel utpekes som nasjonalt systemviktige. I 2018 var DNB ASA og Kommunalbanken AS nasjonalt systemviktige. Ingen norske finansforetak er utpekt som globalt systemviktige.

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

Figur 1 Opptapping av pilar 1-krav til kapitaldekning i Norge.¹ Prosent av beregningsgrunnlag. 1. juli 2014 – 31. desember 2018



1) Minstekrav og bufferkrav i søylene til venstre utgjør kravet til ren kjernekapitaldekning. Hybridkapital og tilleggs kapital i søylene til høyre legges til for å få kravet til henholdsvis kjernekapitaldekning og kapitaldekning. Kilde: Finansdepartementet

seg opp eller har bygd seg opp. Ved tilbakeslag i økonomien og store utlånstap i bankene kan bufferkravet settes ned. Norges Bank har i oppgave å legge frem 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 Norges Bank (2013) «Kriterier for en god motsyklisk kapitalbuffer», *Norges Bank Memo 1/2013*.

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

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

Finansdepartementet har fastsatt krav til **uvektet kjernekapitaldekning**. Minstekravet er 3 prosent for banker og andre finansforetak som ikke er forsikringskonsern. Alle banker skal i tillegg ha en uvektet kjernekapitaldekningsbuffer på minst 2 prosent, og systemviktige banker skal utover dette ha en buffer på minst 1 prosent. For norske banker samlet var uvektet kjernekapitaldekning i overkant av 7 prosent ved utgangen av 2018.

Vedlegg 3: Viktige lover for det finansielle systemet

| Lover | Korttittel | Regulert virksomhet/ Aktivitet | Beskrivelse |
|---|-----------------------------|---|---|
| Lov 10. april 2015 nr. 17 om finansforetak og finanskonsern | Finansforetaksloven | Bank, kredittforetak, finansieringsforetak, forsikringsforetak, pensjonsforetak, holdingforetak i finanskonsern, betalingsforetak, e-pengeforetak og opplysningsfullmektiger. | Loven stiller krav om tillatelse til å etablere og drive virksomhet som finansforetak, herunder krav til organisering, virksomhetsutførelse og kapital- og soliditetskrav. Loven gir også regler om innskuddsgaranti og håndtering av soliditets- og solvenssvikt i banker mv. |
| Lov 25. juni 1999 nr. 46 om finansavtaler og finansoppdrag | Finansavtaleloven | | Loven oppstiller hovedsakelig privatrettslige regler om avtaler mellom forbrukere og finansinstitusjoner, herunder innskuddsavtale og avtaler om betalingstjenester, låneavtaler, kausjon, megler- og rådgivningsoppdrag. Loven har også noen generelle bestemmelser om hvordan betalinger skal skje. |
| Lov 10. juni 2005 nr. 44 om forsikringsvirksomhet | Forsikringsvirksomhetsloven | Forsikringsforetak, pensjonsforetak, banker og forvaltningsselskaper for verdipapirfond | Loven stiller særlige krav til organisering av forsikringsforetak og pensjonskasser, virksomhetsregler for individuell og kollektiv livsforsikring, kommunale pensjonsordninger og regler for flytting av pensjonsordninger. Loven inneholder også regler om skadeforsikringsvirksomhet. |
| Lov 10. juni 2005 nr. 41 om forsikringsformidling | Forsikringsformidlingsloven | Forsikringsmegling- og forsikringsagentsvirksomhet | Loven stiller krav om tillatelse og kvalifikasjoner til å drive virksomhet som forsikringsmegler og forsikringsagent. Videre stilles det krav om forsikringsordninger og generelle krav til virksomheten. |
| Lov 16. juni 1989 nr. 69 om forsikringsavtaler | Forsikringsavtaleloven | | Loven oppstiller hovedsakelig privatrettslige regler om avtaler om skadeforsikring og personforsikring, herunder regler om forsikringsselskapers informasjonsplikt og ansvar. Bestemmelsene er som utgangspunkt ufravikelige, men reglene om skadeforsikring kan likevel fravikes for større næringsvirksomhet. |
| Lov 24. november 2000 nr. 81 om innskuddspensjon i arbeidsforhold | Innskuddspensjonsloven | Foretak som har opprettet innskuddspensjonsordning. | Loven stiller krav til innhold og ytelse i innskuddspensjonsordninger. |
| Lov 16. juni 1989 nr. 70 om naturskadeforsikring | Naturskadeforsikringsloven | Forsikringsforetak (skadeforsikringsselskaper) | Loven regulerer forsikring av ting mot naturskade. Ting i Norge som er forsikret mot brannskade, er i henhold til loven også forsikret mot naturskade, dersom skaden på vedkommende ting ikke dekkes av annen forsikring. |
| Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel | Verdipapirhandelsoven | Verdipapirforetak, banker med verdipapirtillatelse, regulerte markeder, utstedere an noterte instrumenter og investorer | Loven stiller krav om tillatelse til å etablere verdipapirforetak og yte investeringstjenester og drive investeringsvirksomhet, herunder krav til virksomhetsutførelse og organisering. Loven gir også regler for handel i finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked, herunder generelle atferdsbestemmelser, regler om meldeplikt, informasjonsplikt, tilbudsplikt og prospektkrav. Loven oppstiller også krav til sentrale motparter (CCPer) og krav om clearing av enkelte derivathandler. |

| Lover | Korttittel | Regulert virksomhet/ Aktivitet | Beskrivelse |
|--|---------------------------------------|---|--|
| Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond | Verdipapirfondloven | Verdipapirfond, forvaltnings-selskap | Loven stiller krav om tillatelse til etablering av verdipapirfond og forvaltning av verdipapirfondet, herunder organisering og virksomhetsutøvelse. Loven inneholder bestemmelser om hvordan verdipapirfond må plassere sine midler, pliktig informasjon til investorer, regler om salg og markedsføring av verdipapirfond og regler om grensekryssende forvaltning og markedsføring av verdipapirfond. |
| Lov 20. juni 2014 nr. 28 om alternative investeringsfond | AIF-loven | Forvaltere av alternative investeringsfond | Loven stiller krav om tillatelse til å forvalte et alternativt investeringsfond, herunder krav til forvalterens organisering og virksomhet. Loven inneholder blant annet bestemmelser om informasjonsplikter, markedsføring av alternative investeringsfond og regler om grensekryssende forvaltning og markedsføring av alternative investeringsfond. |
| Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter | Verdipapirregisterloven | Verdipapirregistre | Loven regulerer plikt og adgang til å registrere finansielle instrumenter i et verdipapirregister, og rettsvirkningene av slik registrering. Loven regulerer også krav til tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirregister, og organisatoriske krav til slike virksomheter og dets eiere. Loven er vedtatt opphevet, se om verdipapirsentralloven. |
| Lov 15. mars 2019 nr. 56 om verdipapirsentraler og verdipapiroppgjør | Verdipapirsentralloven | Verdipapirsentraler/verdipapirregistre og verdipapiroppgjør, samt forvaltere og kontoførere | Loven regulerer plikt og adgang til å registrere finansielle instrumenter i et verdipapirregister, og rettsvirkningene av slik registrering. Loven regulerer også krav til tillatelse til å drive virksomhet som verdipapirregister, og organisatoriske krav til slike virksomheter. I tillegg til regulering av verdipapirregistre regulerer loven verdipapiroppjøret. Reglene skal redusere risikoen og kostnadene ved grensekryssende verdipapiroppgjør, og fremme konkurranse mellom ulike sentraler. Den nye loven viderefører verdipapirregisterlovens regler blant annet om registrering av rettigheter og rettsvirkninger av registrering. Verdipapirsentralloven er vedtatt, men ikke satt i kraft, se verdipapirregisterloven. |
| Lov 17. desember 1999 nr. 95 om betalingssystemer | Betalings-system-loven | Interbanksystemer og operatører av slike systemer, systemer for betalings-tjenester, verdipapir-oppgjørssystemer og deltakere i betalings-systemer. | Loven stiller krav om tillatelse til å etablere og drive interbanksystemer (kap. 2) og setter krav til meldeplikt med mer til systemer for betalingstjenester (kap. 3). Videre gir loven regler om rettsvern og sikkerhet for avregnings- og oppgjøravtaler i interbanksystemer og verdipapiroppgjørssystemer (kap. 4) og regulerer hvilke vilkår for deltakelse i betalings-systemer som kan settes (kap. 5). |
| Lov 26. mars 2004 nr. 17 om finansiell sikkerhetsstillelse | Lov om finansiell sikkerhetsstillelse | Partene i avtale om finansiell sikkerhetsstillelse; partenes kreditorer | Loven skal bidra til sikker, ordnet og effektiv finansiell sikkerhetsstillelse. Regler for kommersielle transaksjoner som er vanlige i europeiske finansmarkeder skal være klare og forutberegnelige. Konkurs- og panteregler samordnes, slik at aktørene i finansmarkedene kan vite hva som vil skje dersom en motpart ikke innfrir sine forpliktelser. |

| Lover | Korttittel | Regulert virksomhet/ Aktivitet | Beskrivelse |
|--|-------------------------|--|--|
| Lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. | Sentralbankloven | Sentralbankvirksomhet | Loven gir regler om organiseringen av Norges Bank, herunder bankens styrende organer, og om forholdet mellom banken og politiske myndigheter. Loven oppstiller videre rettsgrunnlaget for bankens lån til og innskudd fra banker (bankenes bank) og andre markedsaktører, herunder markedsoperasjoner. |
| Lov 7. desember 1956 nr. 1 om tilsynet med finansforetak mv. | Finanstilsynsloven | Finanstilsynet, foretak under tilsyn i finanssektoren, herunder finansforetak, regulerte markeder, verdipapirregistre- og foretak, revisorer og regnskapsførere. | Loven gir regler om Finanstilsynets virksomhet, hovedoppgaver og myndighet. |
| Lov 17. juni 2016 nr. 30 om EØS-finanstilsynslov | Lov om EØS-finanstilsyn | EUs finanstilsyn ESMA, EBA og EIOPA, samt ESRB. | Loven gjennomfører EØS-regler som svarer til EUs forordninger om etablering av hhv. Den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA), Den europeiske tilsynsmyndigheten for forsikring og tjenestepensjon (EIOPA), Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA) og Det europeiske rådet for systemrisiko (ESRB), med nødvendige EØS-tilpasninger. |
| Lov 4. desember 2015 nr. 95 om fastsettelse av referanserenter | Referanserenteloven | Administrator av referanserenter; Foretak under tilsyn av Finanstilsynet som leverer bidrag til fastsettelse av referanserenter | Referanserenteloven skal bidra til at allment brukte referanserenter fastsettes på en forsvarlig og pålitelig måte, slik at det legges til rette for velfungerende markeder og finansiell stabilitet. Loven stiller krav til administrator av referanserenter og at fastsettelsen av referanserenter er forsvarlig. Referanserenteforskriften gir nærmere krav til organisering, styring, overvåking mv., innhenting av grunnlagsdata, beregning, fastsettelse og offentliggjøring, samt styring og kontroll med bidragene til fastsettelse av referanserenter fra foretak under tilsyn av Finanstilsynet. |
| Lov 14. juni 1950 nr. 10 om valuta-regulering | Valutaloven | | Det aller meste av loven (valutaregulering) er opphevet. Gjenværende bestemmelser i loven gir departementet eller Norges Bank hjemmel til å gi bestemmelser om innførsel og utførsel av betalingsmidler og verdipapir, og om opplysningsplikt ifm. slike transaksjoner. |
| Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper | Aksjeloven | Aksjeselskaper | Loven gir bestemmelser om stiftelse, drift, avvikling, fusjon og fisjon av aksjeselskaper, om forholdet mellom selskapet og aksjonærene, om selskapskapitalen og selskapets ledelse mv. |
| Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper | Allmennaksjeloven | Allmennaksjeselskaper | Loven gir bestemmelser om stiftelse, drift, avvikling, fusjon og fisjon av allmennaksjeselskaper, om forholdet mellom selskapet og aksjonærene, om selskapskapitalen og selskapets ledelse mv. |

Vedlegg 4: Ordliste

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

Ansvarlig kapital: Et finansforetaks kjernekapital pluss tilleggskapital.

Adferdsrisiko (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. For finansforetak knyttes adferdsrisiko ofte til den antatt økte risikovilje et finansforetak tar, i visshet om at det offentlige vil tre inn dersom finansforetaket får problemer.

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

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

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

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

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

BankAxept: Det norske debetkortsystemet.

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

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

Basel I: Kapitaldekningsregler foreslått av Baselkomiteen i 1988.

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

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

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

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

Betalingsinstrumenter: Måtene vi overfører betalingsmidler på.

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

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

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

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

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

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

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

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

Egenkapitalandel: Egenkapital dividert med sum eierdel.

Elektronisk faktura (e-faktura): Helelektroniske regninger.

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

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

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

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

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

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

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

Folkefinansiering: Mange enkeltpersoner som finansierer et prosjekt eller en bedrift/privatperson. Bruker elektroniske plattformer til å nå ut til mange små potensielle investorer som hver for seg kan investere relativt små beløp. Folkefinansiering kalles derfor «crowdfunding» på engelsk.

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

Forbrukslån: Lån som ikke er sikret med pant

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

Forvaltningskapital: Bokført verdi av alle eiendelene i et finansforetak.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Innskuddsplattform: En digital markeds plass for bankinnskudd. Bankene annonserer innskuddsbetingelsene sine på innskuddsplattformen og kundene får en samlet oversikt over ulike tilbud. Innskyteren blir kunde direkte hos banken. Innskuddsplattformen fungerer bare som et mellomledd.

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

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

Kapitaldekning: Ansvarlig kapital dividert med beregningsgrunnlaget.

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

Kjernekapitaldekning: Kjernekapital dividert med beregningsgrunnlaget.

Kontopenger: Penger utstedt av private banker (bankinnskudd).

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

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

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

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

Kupongrente: Renten som forfaller til et fast tidspunkt, for eksempel halvårlig, på et obligasjonslån. Når det generelle rentenivået synker vil en gitt kupongrente bli mer attraktiv og kursen på obligasjonen vil stige og omvendt.

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

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

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

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

Løpetid: Tidsrommet mellom utstedelsestidspunkt og forfallstidspunkt.

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

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

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

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

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

«Net Stable Funding Ratio» (NSFR): Stabil finansiering i prosent av lite likvide eiendeler. Kravet er at NSFR skal være minimum 100 prosent.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Solvens II: Kapitalregelverk for forsikringsforetak.

Spotthandel: Kjøp og salg av valuta for umiddelbar levering.

Spotkurs: Kursen som gjelder nå (dagens kurs).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Verdipapirregister: Register over rettigheter til finansielle instrumenter, f.eks. hvem som er eier eller om instrumentet er pantsatt. En verdipapirhandel er ikke fullført (fått rettsvern) før endringen i eierskap er registrert i registeret. Verdipapirsentralen (VPS) driver det eneste norske verdipapirregisteret, men lov om registrering av finansielle instrumenter, verdipapirregisterloven fra 2003, åpnet for at nye aktører kan etablere seg. Stortinget har vedtatt en ny lov, Verdipapirsentralloven, som skal erstatte verdipapirregisterloven. Den nye loven er ikke trådt i kraft, se Vedlegg 3: *Viktige lover for det finansielle systemet.*

NORGES BANK
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
www.norges-bank.no

Det norske finansielle systemet

