

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg

Sekretariat:
Næringslivets Hovedorganisasjon

02.02.2011

11/11-48

Vår dato
06.05.2011

Deres dato
02.02.2011

Vår referanse
345621

Deres referanse
11/11

Finansdepartementet
Postboks 8008
0030 Oslo

Også: postmottak@fin.dep.no

Høring: Finanskriseutvalgets utredning (NOU 2011:1)

Innledning

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg (NAU) er opprettet av Næringslivets Hovedorganisasjon, Finansnæringsens Hovedorganisasjon, HSH og Norges Rederiforbund. NAU startet sin virksomhet 15. desember 1987.

NAU har til formål å virke for et sunt og vitalt aksjemarked til næringslivets og samfunnets beste, ved å bidra til utvikling av god aksjemarkedsskikk og å overvåke utviklingen av verdipapirmarkedet.

NAU skal følge utviklingen i verdipapirmarkedet og arbeide for at dette markedet på en tilfredsstillende og konkurransedyktig måte bidrar til å løse utstedernes og investorenes behov i forbindelse med å skaffe kapital til norsk næringsliv.

Ytterligere informasjon om NAU finnes på www.NHO.no/NAU.

I den senere tid har NAU lagt større vekt på utviklingen av obligasjonsmarkedet i Norge. Obligasjonsmarkedet er viktig som kapitalkilde for næringslivet; det være seg finans, industri, energi, varehandelsvirksomhet og rederinæringen. Det er en erkjennelse at denne delen av kapitalmarkedet er svakere utviklet enn aksjemarkedet, hva angår sentrale forhold ved et velfungerende verdipapirmarked som gjennomsiktighet (transparens) og likviditet. Dette gjelder i første rekke annenhåndsmarkedet, men får også følger for utstedelse av papirene. NAU har gitt innspill til Finanskriseutvalget på dette området. Generelt må vi konstatere at Finanskriseutvalget i liten grad har gitt konkrete forslag til tiltak i så måte.

I denne høringsuttalelsen vil vi særlig legge vekt på utredningens kapittel 17 om

Postadresse
Sekretariat: Næringslivets Hovedorganisasjon
Postboks 5250 Majorstua
N-0303 OSLO

Kontoradresse
Middelthunsgt. 27
0368 OSLO

Telefon 23 08 80 00
Telefaks 23 08 80 01

Verdipapirmarkedene. Utredningen favner vidt, og NAUs primærorganisasjoner vil i sine høringsuttalelser kommentere utredningen på et bredere grunnlag.

Hovedpunktene i uttalelsen

Hovedpunktene i NAUs høringsuttalelse er:

- I finanskriser er det et ekstra sterkt behov for å ha velfungerende kapitalmarkeder, herunder et bredt og dypt marked for obligasjoner.
- Obligasjonsmarkedet i Norge er preget av svak likviditet og lav transparens. Det er behov for tiltak både markedsmessig og fra myndighetene for å videreutvikle kapitalmarkedene i Norge, særlig annenhåndsmarkedet.
- Selv om statsbudsjettet blir gjort opp med overskudd, bør likevel staten utstede mer obligasjoner. Det vil i seg selv gi et større obligasjonsmarked med større likviditet, samtidig som det stimulerer markedet for private obligasjoner. Det må etableres en langsiktig rentekurve, gjerne over 10 år, som vil være referanserente for prisfastsettelsen av private papirer og andre formål i finansmarkedene. Et større og dypere marked for statsobligasjoner byr på flere langsiktige plasseringsmuligheter for livselskaper og pensjonskasser, som etter nye internasjonale regulatoriske krav vil få et stadig større behov for slike plasseringer for å dekke sine fremtidige pensjonsforpliktelser. Større innslag av statspapirer er også gunstig for å kunne stå imot fremtidige finanskriser, jf. bytteordningen. Staten bør ikke ha problemer med å plassere midlene fra disse utstedelsene uten risiko for tap.
- Markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) har vokst sterkt de siste årene og blitt en betydelig del av det norske obligasjonsmarkedet. Finansnæringen arbeider med fortsatte tiltak for høyere grad av transparens, bl.a. med standardiserte informasjonskrav. Dette er særlig av hensyn til investorene. NAU går sterkt mot forslag som innebærer at sikkerhetsmassen for disse obligasjonene uthules gjennom en motregningsrett for bankkunder. NAU mener også at forbudet mot utstedelse av underkursobligasjoner må oppheves.

Obligasjonsmarkedet i Norge

Obligasjonsmarkedet i Norge er preget av at det kan være liten omsetning og likviditet i annenhåndsmarkedet. Investorer, typisk institusjonelle, plasserer i nyutstedte obligasjoner og blir sittende med disse til forfall. Selv om obligasjoner er børsnotert, omsettes de likevel relativt sjelden i annenhåndsmarkedet og er følgelig lite likvide. Det medfører bl.a. at verdipapirfond som plasserer i obligasjoner, får problemer med å få til en korrekt prisfastsetting. Et usikkert prisbilde begrenser plasseringsviljen i disse papirene og fører til et mindre marked enn det ellers ville vært.

Den svake likviditeten har også nær sammenheng med at markedet for statspapirer i Norge er lite. Hertil kommer at en vesentlig del av norske statsobligasjoner er kjøpt opp av utenlandske investorer.

Forskjellen mellom salgspris og innkjøpspris, den såkalte spreaden, kan bli uforholdsmessig stor i et marked som er lite likvid og lite transparent. Dette er til dels et resultat av at markedet ikke er velfungerende, samtidig som det også virker selvforsterkende. Skal markedet fungere bedre, må man komme ut av denne sirkelen. Dette er noe som private aktører, herunder Oslo

Børs, må arbeide videre med.

Statsobligasjonsmarkedet – statens rolle

Finansnæringen har over lengre tid arbeidet for at myndighetene skal sørge for at det blir et langt større volum i statsobligasjoner. NAU har støttet dette arbeidet, og gitt et eget innspill til Finanskriseutvalget i dets arbeid. Finanskriseutvalget har da også behandlet temaet. Utvalget er imidlertid tilbakeholdne med å gi konkrete og handlingsorienterte anbefalinger. Man nøyer seg med å anbefale en konsekvensutredning, noe utvalget med flere ekspertmedlemmer selv burde ha kunnet forestå.

Utvalget uttrykker bekymring for at staten påtar seg en økt risiko ved å utstede mer obligasjoner. Denne risikoen kan selvsagt ikke vurderes isolert fra avkastningsmulighetene. Det vil alltid være et bytteforhold mellom avkastning og risiko. Vi legger til grunn at en meget kredittverdig norsk stat kan låne inn penger på de beste vilkårene og plassere disse midlene med en solid margin. I den forbindelse minner vi om at staten ikke har tapt på finanskrisetiltakene som er gjennomført, for eksempel bytteordningen. Vi har ikke innvendinger mot at staten sånn sett opptrer ”bedriftsøkonomisk”, men da kan man heller ikke bruke risikotakningen ved utstedelse av obligasjoner som et argument mot dette tiltaket.

Staten bør kunne plassere midlene fra låneopptaket i private obligasjoner diversifisert etter risiko og avkastningsmuligheter. Staten kan også kanalisere midler til Folketrygdfondet som sørger for en fornuftig og forsvarlig forvaltning av disse til beste for både stat og bedrifter. Flere grunner taler for at Statens Pensjonskasse bør fonderes – på linje med det som gjelder for KLP og private pensjonsordninger. Det kan man teknisk gjøre ved at staten gjennomfører en rettet emisjon av statsobligasjoner mot Statens Pensjonskasse med et beløp tilsvarende statens pensjonsforpliktelser etter aktuarmessige beregninger. Statens Pensjonskasse kan bygge opp et eget forvaltningsmiljø og diversifisere porteføljen av finansielle instrumenter. Da vil man selge ut deler av statsobligasjonene til private aktører, herunder livsforsikringsselskaper, og kjøpe andre private obligasjoner med høyere avkastningsmuligheter i tillegg til investeringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter. Dette vil gi mer statspapirer til markedet og vil kunne stimulere kapitalmarkedet. Hele obligasjonsmarkedet blir mer likvid, og som en følge av dette også trolig mer gjennomskiktig. Samtidig får staten bokholdermessig og aktuarmessig oversikt over og kontroll med sine pensjonsforpliktelser.

Vi viser til at de svenske og danske obligasjonsmarkedene er basert på at offentlige pensjonsfond plasserer i de nasjonale markedene, og dette bidrar til at disse markedene er større og mer likvide enn det norske.

Et større innslag av statsobligasjoner vil bidra til å avdempe virkningene av en finanskriser som oppstår ute. Et større statsobligasjonsmarked vil gi positive stimulanser til utvikling av det private obligasjonsmarkedet. Det gir grunnlag for en lang rentekurve, gjerne over ti år. Denne vil tjene som referanserente for utstedelse av private obligasjoner og således gi et sikrere kalkulasjonsgrunnlag for utstedelsesvilkårene. Samtidig vil den tjene livselskapers og pensjonskassers økte behov for langsiktige plasseringer, som følge av skjerpede internasjonale krav til kapitaldekning (solvenskrav). Dersom livselskapene får tilgang til mer sikre plasseringer, vil de også kunne plassere midler i papirer med høyere risiko og dermed få en bedre aktivasammensetning. Banker og andre kredittinstitusjoner kan også av hensyn til skjerpede internasjonale likviditetskrav ha behov for å kjøpe statsobligasjoner. Vi ser altså at skjerpede internasjonale krav til regulatorisk kapital (egenkapital/ansvarlig kapital) og

likviditet forsterker behovet for et bedre fungerende kapitalmarked, både med hensyn til langsiktighet og likviditet i papirene.

Den norske stat utsteder da også obligasjoner selv om den ikke har noe lånebehov, slik at obligasjonsgjelden opprettholdes på et uforandret nivå. Den gjør det av hensyn til balansen i pengemarkedet og av hensyn til valutakursen, ifølge Finansdepartementet (Prop. 1S Tillegg 4 (2010-2011)). I tillegg gjør den det av hensyn til et velfungerende kapitalmarked. Poenget med det siste er at det etableres en langsiktig rentekurve som vil fungere som referanserente for rentefastsettelsen av andre obligasjoner, verdifastsettelse av finansielle derivater, andre kreditter etc. Derfor ser man at i alle velutviklede finansmarkeder er det et stort innslag av langsiktige statspapirer. Det gjelder også for stater som ikke har et direkte lånebehov for å finansiere statlige utgifter.

For å tilfredsstille markedets behov, bør den norske stat utstede mer obligasjoner. Staten vil ikke tape på det.

Obligasjoner med fortrinnsrett

Finanskriseutvalget etterlyser større grad av åpenhet i markedet for obligasjoner med fortrinnsrett (OMF). Finansnæringens Fellesorganisasjon (FNO) har etablert et eget forum med representanter for kredittforetak som utsteder slike obligasjoner. Forumet er opptatt av å få til en fortsatt best mulig regulering av det offentligrettslige regelverket for disse instrumentene. Det arbeides også med informasjonstiltak overfor særlig det utenlandske investormiljøet. I den forbindelse vil man utvikle standardiserte informasjonskrav slik at det blir enklere for investorene å sammenligne alternative investeringsmuligheter.

Utviklingen av instituttet for obligasjoner med fortrinnsrett utgjør det viktigste tilskuddet til utviklingen av det norske obligasjonsmarkedet. Bytteordningen med staten under finanskrisen innebar en kraftig stimulans for dette markedet. Staten har nå åpnet for en førtidig innfrielse av bytteavtalene. Når bytteavtalene på denne måten etter hvert innfris eller forfaller, vil disse obligasjonene komme ut i det private markedet.

OMF bidrar med en langsiktig finansiering til kredittforetak (banker) til gunstige vilkår, samtidig som det gir plasseringsmuligheter for eksempelvis livsforsikringsselskaper. Det legger også grunnlaget for lavere boliglånsrenter enn det som ellers ville vært tilfelle.

Vi vil imidlertid understreke at obligasjoner med fortrinnsrett ikke erstatter behovet for mer statspapirer. OMF og statsobligasjoner bør heller sees på som komplementære for å utvikle bredden og dybden i kapitalmarkedet.

Næringen og myndighetene har brukt mange år på å utvikle et hensiktsmessig regelverk som også svarer til internasjonale standarder og behov. En krumtapp i regelverket er at obligasjonsinnehaverne er sikret en eksklusiv fortrinnsrett til en sikkerhetsmasse som typisk vil bestå av boliglån. En god kredittvurdering fra internasjonale ratingbyråer står og faller med denne innretningen. På denne bakgrunn er det overraskende at utvalget foreslår at bankkunder skal ha motregningsrett i den sikkerhetsmassen av utlån som ligger til grunn for utstedelsen av obligasjoner med fortrinnsrett. Er man opptatt av å beholde og utvikle dette markedet, er dette et helt kontraproduktivt forslag. NAU går klart mot dette forslaget.

Til tross for gjentatte initiativ fra finansnæringen, står fremdeles forbudet mot utstedelse av underkursobligasjoner ved lag – angivelig som følge av uløste problemer med beskatningen av underkurselementet. Ved stigende rentenivå, og dermed kursnedgang på obligasjoner, er

dette forbudet et effektivt hinder for utvidelse av eksisterende låneserier i OMF (og for så vidt andre private obligasjonsserier). Etter NAUs oppfatning bør det ikke være vanskelig å finne relativt enkle og praktikable løsninger for skattespørsmålet og slik kunne oppheve dette forbudet som er en av de siste reminisensene fra penge- og kredittloven.

NAU vil for øvrig betone betydningen av bransjens fortsatte arbeid for tiltak som gjør markedet enda mer transparent, herunder standardiserte informasjonskrav.

Med vennlig hilsen
Næringslivets Aksjemarkedsutvalg


Peik Norenberg
leder