



Universitetet
i Stavanger

UNIVERSITETET I STAVANGER

Stavanger, Vår 2014

Vil banken bli overflødig for store selskaper?

Wenche Idland

Veileder: Mads Holm

Masterutredning i anvendt finans

UNIVERSITETET I STAVANGER

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at universitetet innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne oppgaven har jeg sett på muligheten for at obligasjonsmarkedet overtar kredittmarkedet for store norske bedrifter med problemstillingen ” Vil bankene bli overflødig for store selskaper ?”

Jeg har belyst ulike sider med obligasjonsmarkedet og bankmarkedet, sett på hvordan de er bygget opp og hva som er driverne i de forskjellige markedene. På de store lånene konkurrerer de to markedene på pris, mens banken fortsatt har en del produkter som ikke obligasjonsmarkedet kan konkurrere med.

Analysene avdekket at i Norge dekker obligasjonsmarkedet mellom 16-26% av gjeldsmarkedet til ikke-finansielle bedrifter, og veksten i dette markedet stiger raskere enn i bankmarkedet. Mulige årsaker til denne utviklingen blir forklart med endringene i marginene på henholdsvis investmentgrade obligasjoner, høyrente obligasjoner og banklån. Marginene på obligasjonslån har gått ned siden 2011, mens marginene på banklån er steget i samme periode. Høyrenteobligasjonene har hatt en vekst på 38% i 2011, og marginene er gått kraftig ned. Dette viser at investorene er risikovillige for å øke avkastningen.

I England ser vi samme trenden som i Norge. Marginene på obligasjoner faller og høyrente-segmentet stiger.

Utviklingen de senere år blir forklart ved at banken er blitt nedgradert av kredittrating-byråene siden finanskrisen og dermed blir det billigere for de store selskapene å hente kapital direkte i markedet. Med risikovillige investorer er dette også et godt marked for høyrisiko-selskaper, som da kan hente penger i obligasjonsmarkedet, og i tillegg slippe de månedlige avdragene på likviditeten.

I Norge har vi en robust finansnæring og noen av verdens mest solide banker, som ønsker å låne ut penger. En undersøkelse viser at ledere synes bankfinansiering blir sett på som den mest attraktive finansieringskilden fremover. På bakgrunn av dette sammen med bankenes mulighet for individuelle løsninger overfor enkeltbedrifter, konkluderer jeg med at bankene ikke blir overflødige for store selskaper i overskuelig framtid.

Innholdsfortegnelse

1.1 Innledning	4
1.2 Avgrensing.....	5
3.1.0 Verdi av obligasjon	8
3.1.1 Kupongrente.....	9
3.1.2 Nibor	10
3.1.3 Renteswap.....	11
3.2.0 Rentemargin/ Kredittrisikopremie	13
3.3.0 Kredittrating	14
3.4.0 Obligasjoner med tilleggskompensasjon	16
3.4.1 Obligasjoner med innløsningsrett for obligasjonsutsteder	16
3.4.2 Obligasjoner med innløsningsrett for obligasjonseier	16
3.4.3 Konvertible obligasjoner.....	16
3.4.4 Obligasjon med warrants.....	17
3.4.5 Eiendeler som sikkerhet for obligasjonen	17
3.5.0 Selskapers gjeldsstruktur.....	17
3.6.0 Regelverk.....	19
3.7.0 Notering av obligasjonslån	19
3.7.1 Oslo børs	19
3.7.2 Nordic ABM	19
3.7.3 Oslo Børs	20
3.8.0 Nordic Trustee, Norge (tidl. Norsk Tillitsmann ASA)	20
4.1.0 Bankens hovedoppgaver:	21
4.1.1 Situasjonen for norske banker	22
4.2.0 Bankenes betydning for bedrifter	24
4.2.1 Løpetidstransformasjon:	24
4.2.2 Diversifisering og prising av risiko:	24
4.2.3 Håndtere asymmetrisk informasjon	25
4.3.0 Ulike lånetyper	26
4.4.0 Bankens finansielle struktur	27
4.4.1 Bankens likviditet	27
4.4.2 Bankens aktiva.....	27
4.4.3 Bankens passiva.....	28
4.5.0 Regulering av bankene:	28

4.5.1 Kapitalbegrepet	32
4.5.2 Kapitalreguleringer	33
4.5.3 Likviditetsreguleringer	34
4.5.4 Krav til kortsiktig likviditetsbuffer.....	35
3.5.5 Gjennomsnitt av alle Norske bankers LCR ratio:.....	36
.....	36
4.5.6 Krav til langsiktig stabil finansiering	36
3.5.7 Gjennomsnitt av alle norske bankers NSF ratio	38
4.6.0 Gjeld vs. Egenkapital	38
4.6.1 Fordeler med egenkapitalfinansiering:.....	39
4.6.2 Ulemper med egenkapital finansiering:	39
4.6.3 Fordeler med gjeldsfinansiering:	40
4.6.4 Ulemper med gjeldsfinansiering:.....	40
4.7.0 Regelverk:.....	41
4.8.0 Skyggebanker	42
5.1.0 Tidligere forskning.....	44
5.1.1 Bankfinansiering eller obligasjonsfinansiering.....	44
5.1.2 Interaksjonen mellom direkte markedet og det indirekte markedet	44
5.1.3 Hvordan velger bedriftene gjeldskilde.....	45
6.1.0 Dagens situasjon og utviklingen til nå	47
6.1.1 Utviklingen i Norge i forhold til UK	50
6.2.0 Elementer for valg av finansieringskilde.....	51
6.3.0 Mulige årsaker til utviklingen	53
6.3.1 Årsaker til marginutviklingen for banklån.....	53
6.3.2 Årsaker til marginutviklingen for obligasjonslån.....	54
6.3.3 Andre årsaker til utviklingen mellom obligasjonslån og banklån.....	54
6.4.0 Kredittvurdering i obligasjonsmarkedet vs bankmarkedet.....	55
6.4.1 Kredittrating ved obligasjonsutstedelse	55
6.4.2 Kredittvurdering i forbindelse med banklån	57
6.5.0 Hva kan vi forvente oss fremover?	58
6.5.1 Bankens alternative måte for oppbygging av kapital.....	58
6.5.2 Finansiell stabilitet og økonomisk vekst	58
6.5.3 Styrket marketsavdeling	59
6.5.4 Søken etter avkastning	59

6.5.5 Økte andeler utenlandske aktører i det norske markedet.....	59
6.5.6 Bankens muligheter.....	60
7.0 Feilkilder.....	60
8.0 Konklusjon.....	61
8.1 Forslag til videre forskning	62
9.0 Referanseliste.....	63

1.0 Innledning og avgrensing

1.1 Innledning

”Banks becoming irrelevant for big companies” kunne vi lese i “The Telegraph” 11.oktober 2012. Journalisten siterte Ernst & Young sin undersøkelse som fastslo at obligasjonsmarkedet ville overskride bankfinansiering for store selskaper i 2012. Dette trigget min nysgjerrighet for å finne ut om det gjelder her i Norge også. Stadig blir det slått opp i media at obligasjoner og helst høyrisiko-obligasjoner er i sterk fremmarsj og at prisen på obligasjonsmarkedet blir billigere og billigere. Jeg ønsket å finne ut hvor vi står i dag, og hvilken vei utviklingen går i forhold til England hvor sitatet var hentet fra.

Bankene har tradisjonelt sett stått veldig sterkt i Norge. Bankens samfunnsmessige rolle og dens balanse for å skape økonomisk vekst samtidig som vi har finansiell stabilitet gjør denne bransjen noen ekstra dimensjoner. ”Alle” har en formening om hvordan denne mangfoldige bransjen skal styres. Det gir en viss innsikt i engasjementet når daværende leder for transportarbeiderforbundet, Per Østvold, ville kreve konsernsjef i DNB, Rune Bjerkes, avgang dersom ikke renta sattes ned i 2008.

Med dette som bakteppet syntes jeg det var interessant å undersøke om bankene var i ferd med å miste innflytelse hos store selskap.

Jeg har kommet til følgende problemstilling:

”Vil banken bli overflødig for store selskaper?”

Med undersøkelses-spørsmålene:

- Hvordan er fordelingen mellom bankfinansiering og obligasjonsfinansiering i Norge i dag?
- Hvordan har utviklingen vært og hvilke drivere styrer bedrifter fra bankfinansiering til obligasjonsfinansiering?
- Hva kan fremtiden bringe?

1.2 Avgrensning

Bedrifter som trenger kapital kan velge å hente dette enten ved å ta opp mer gjeld, eller utstede ny egenkapital. Mesteparten av kapital hentes i gjeldsmarkedet, det er også her en finner obligasjonsmarkedet. Oppgaven begrenser seg derfor til å gjelde gjeldssiden av balansen.

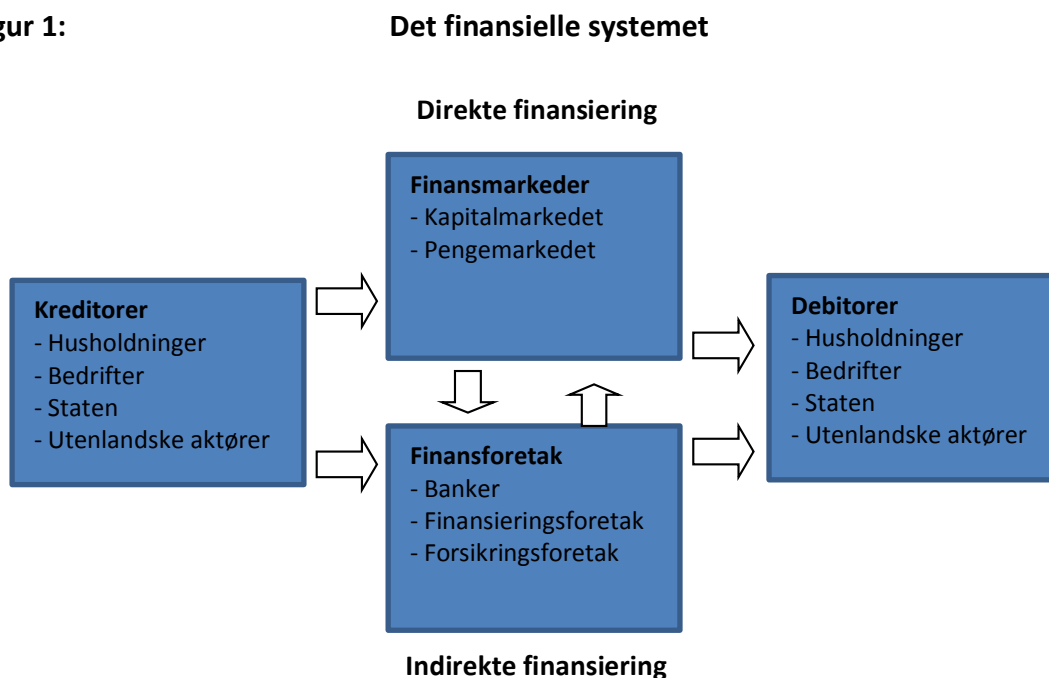
For å kunne svare på problemstillingen har jeg valgt å begrense undersøkelsen til ikke-finansielle foretak, selv om den største utstederen i det norske obligasjonsmarkedet er finansielle foretak. Gjeld kan tas opp på kort eller lang løpetid, det vil si over eller under 12 mnd. Jeg har valgt den langsiktige finansieringen på over 12 mnd.

I Norge består bankmarkedet av mange banker. Det er imidlertid en som skiller seg ut i størrelse. DNB sitter på 57% av den totale forvaltningskapitalen til alle norske banker. Derfor bruker jeg tall fra DNB som referansetall for næringen.

2.0 Strukturen i det finansielle systemet.

Et velfungerende finansmarked står sentralt i den moderne økonomi. Det bidrar med å kanalisere sparemidler til investeringsprosjektene som synes mest lønnsomme, samtidig som de omfordeler risiko mellom aktører. Denne fordelingen foregår i prinsippet ved at aktørene handler seg i mellom med gjelds- og fordringsinstrumenter.¹

Figur 1:



Utarbeidet av forfatter/Kilde: Norges Bank

Her vises det finansielle systemet i en meget forenklet utgave. Staten, husholdninger, bedrifter og utenlandske aktører opptrer som både kreditor og debitor. Dette gjøres ved at overskuddskapitalen til investorene blir kanalisert til aktørene som har de mest lønnsomme investeringsobjektene. Dette gir en optimal fordeling av kapital og risiko, som er den viktigste oppgaven til det finansielle systemet. Kreditorerne får da rente, utbytte eller avkastning på investert kapital, samtidig som debitorerne får realisert sine prosjekt.

Finansmarkedet fungerer som bindeleddet mellom kreditor og debitor. Kapitalmarkedet er en fellesbetegnelse på ulike markeder for omsetning av verdipapirer, valuta og derivater. Gjennom

¹ Norges offentlige utredninger (NOU) 2011:1 «Bedre rustet til finanskriser», www.regjeringen.no

utstedelse av aksjer og obligasjoner i verdipapirmarkedet spres risikoen på mange kreditorer, og prosjekter kan lettere finansieres. Felles for dette markedet er at investorene handler direkte i markedet og løpetiden er på mer enn ett år.

Pengemarkedet defineres derimot som et marked for fordringer med løpetid på inntil ett år. Dette markedet benyttes i første rekke til å styre likviditet, og en vil kunne omsette store beløp uten at det gir innvirkning på prisene.²

Kapitalflyten mellom kreditor og debitor i finansmarkedet skjer ved at investor kjøper seg eierrettigheter i aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrument som debitor utsteder. Avkastningen skjer her gjennom utbytte, kuongutbetalinger, mulig verdistigning på instrumentene. Risikoen på produktene bæres direkte av de involverte bedriftene. Det vil si at dersom et aksjeselskap går konkurs, taper alle aksjonærene pengene sine.

Finansforetakene har en mellommannsrolle som også er et bindeledd mellom finansmarkedene og kreditor/debitor. En av forskjellene her ligger i risikoen. Finansforetakene er selv ansvarlige for kapitalen de låner ut og for kapitalen de får inn i form av innskudd. Det vil si at det er soliditeten til det aktuelle finansforetak som avgjør risikoen på investeringen. Forskjellen på ulike finansforetak, samt rollene deres blir grundig gjennomgått i kapitlet "Bankens hovedoppgaver" kapittel 3.1.

Ulike land har sine tradisjoner for hvor stor andel av kapital bedriftene henter i henholdsvis obligasjonsmarkedet og fra kredittinstitusjoner. Bedrifter i USA har tradisjonelt sett hatt største delen av gjelden sin i verdipapirmarkedet, mens i Tyskland på den andre siden har banknæringen stått for det meste av finansieringen. Som en tommelfingerregel kan en si at i USA ligger forholdet banklån/obligasjonslån på 30/70, mens i Europa regner en det som 70/30. Innen Europa vil det formodentlig også være store forskjeller, en kan anta at her i Norge vil det ligge på 80/20. Dette er bare antagelser som tas opp i analysen i kapittel 5.

² Norges Bank - (Desember 2004) «Penger og Kreditt»

3.0 Obligasjonsmarkedet

En obligasjon er et rentebærende gjeldsbrev med løpetid på over ett år. Ett stort lån kan ha mange obligasjonseiere som er ansvarlig for sin spesifikke del av lånet. Obligasjonseier har krav på en fastsatt rente³ til gitte tidspunkt, og får hele lånet (hovedstol) tilbakebetalt ved forfall. En obligasjonsutsteder kan på denne måten henvende seg til flere långivere (investorer), som et alternativ til ordinær bankfinansiering eller utstedelse av ny egenkapital⁴

Obligasjoner er registrert i verdipapirsentralen, og normalt omsettelig i annenhånds-markedet. Minimum lånebeløp er normalt 25 mill og de omsettes i andeler på à 10.000,-. Obligasjonen kan være notert på Oslo børs eller den kan være unotert. Ved unoterte obligasjoner registreres ikke omsetningen på børsen, de har heller ikke offisielle kurser i sine papirer. Selskaper som noterer obligasjonslån får vanligvis tilgang på større investorbase enn selskap som velger og ikke notere lån. Ved noteringen påtar selskapene seg løpende informasjonsplikt, mens investorene oppnår større fleksibilitet og trygghet.

For å nå målsetningen om å være velfungerende obligasjonsmarked blir det stilt krav til obligasjonene som skal fremstå som likvide. Det må være enkelt å beregne verdien på dem, og de skal muliggjøre sammenligning av verdiutvikling og avkastning med andre instrumenter.

3.1.0 Verdi av obligasjon

Prisen på en obligasjon er sammenfallende med nåverdiene av kupongutbetalingene pluss nåverdien av hovedstol ved forfall. Man finner derfor prisen på en obligasjon ved å diskontere forventet kontantstrøm til en fastsatt rente. Figuren under viser prisen ved fastrente, uten mislighold og tilleggskompensasjoner som blir omtalt senere.

³ Yield

⁴ Folketrygdfondet – (2002) «Årsberetning»

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^n} + \frac{M}{(1+i)^n}$$

- C = kupongutbetalinger
- n = antall utbetalinger
- i = diskonteringsrente
- M = lånets/obligasjonens størrelse (hovedstol)

Prisen er altså et resultat av fremtidige kontantstrømmer. Det er verdt å merke seg at forholdet mellom rente og pris er invers relatert. Når rentenivået går opp, blir nåverdien på obligasjonens kontantstrøm mindre, og dermed blir prisen/verdien lavere.

3.1.1 Kupongrente

Kupongrente er en rentemargin som legges til risikofri rente og til sammen utgjør dette obligasjonens kupongutbetaling. Det er utsteder som betaler kupongrenten⁵. Obligasjoner har enten fast eller flytende kupongrente, såfremt det ikke er en nullkupongobligasjon. Hvorvidt obligasjonen har en fast eller flytende kupongrente avhenger av om den underliggende risikofrie renten er NIBOR eller SWAP. Rente-/kredittmarginen ligger fast og er en avtalt mellom partene og gjenspeiler obligasjonens risiko.

En obligasjon med flytende rente vil ha kupongutbetalinger som varierer gjennom løpetiden. En flytende kupongrente har en fast margin over en flytende risikofri rente, eksempelvis NIBOR med samme løpetid som tidsintervallet mellom hver kupongutbetaling. Dette vil si at en 3 mnd obligasjon utstedt i norske kroner vil ha en kupongrente som tilsvarer fastsatt rente-/kredittmargin + 3 mnd NIBOR.

En obligasjon med fast rente vil ha en kupongutbetaling som tilsvarer en prosentandel av pålydende over hele løpetiden. Tidsintervallet på kupongutbetalingene avhenger av vilkårene i låneavtalen.

⁵ Berk og De Marzo (2011) – Corporate Finance

3.1.2 Nibor

Norwegian interbank offered rate er en samlebetegnelse på norske pengemarkedsrenter med ulike løpetider. Fra 1 jan 2014 er gjeldende løpetider: èn uke, èn mnd, to mnd, tre mnd og seks mnd.⁶

Rentenivået fastsettes av Norges bank og skal gjenspeile rentenivået på usikre lån med levering om to dager. Et utvalg av panelbanker gir grunnlagsdata for fastsettelsen av renten.

De norske panelbankene er:

- DnB Bank ASA
- Danske Bank
- Handelsbanken
- Nordea Bank Norge ASA
- SEB AB
- Swedbank

Rentene disse bankene rapporterer, reflekterer rentenivået de vil gi på utlån til en ledende bank i det norske penge- og valutamarkedet. Dette betraktes som et anslag og ikke et tilbud. Dette er en flytende underliggende rente.

Norges Bank mener at det er en grunnleggende utfordring at disse rentene ikke er basert på faktiske lånetransaksjoner. Som nevnt skal Nibor være bankenes beste estimat for usikret lån med levering om to dager, en handel som svært sjelden skjer i virkeligheten. Disse rentene kan være sårbare for manipulasjon siden de ikke kan etterprøves. Tilsynsmyndighetene i flere land har avdekket at bankene bevisst har avveket fra sitt beste skjønn i renterapporteringen. Dette svekker den generelle tilliten til referanserentene. I stedet for å bruke skjønn for å anslå den direkte referanserenten, har Norge valgt å bruke en avledning fra utenlandsk rente. En tar da utgangspunkt i en usikret interbankrente i dollar, som ”oversettes” til en norsk rente ved bruk av prisen på å bytte dollar mot kroner i valutaswapmarkedet⁷. Dermed består Nibor av to komponenter: En interbankrente i dollar og prisen som kvoterer i valutaterminmarkedet⁸. Nibor

⁶ Norges Bank - Rentestatistikk

⁷ Norges Bank - Valutaswap er en 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

⁸ Norges Bank - Valutatermin er avtale om kjøp eller salg av ett gitt valutabeløp til en avtalt kurs på et bestemt fremtidig tidspunkt. Terminprisen blir fastsatt på grunnlag av spotkursen ved inngåelsen av avtalen samt forventet rentedifferanse mellom valutaene i avtalens løpetid

er fortsatt ikke en handlet rente, og bindingen til valutaterminmarkedet gjør den svært volatil. Finans Norge mener at nettopp dette at Nibor er så tett bundet til valutaterminer gir en mer markedsnær referanserente. De hevder at Nibor da vil i større grad gjenspeile etterspørselsendringene etter likviditet i det norske markedet, noe de mener er en styrke sammenliknet med andre ibor-renter.

Internasjonale ibor-renter ⁹ har en innarbeidet posisjon som referanse for mange typer låneavtaler og ikke minst som referanse for ulike derivater. Dette er avtaler som ofte har lang løpetid, og på kort sikt vil det kunne være vanskelig å erstatte ibor-rentene med andre renter. Norges bank konkluderer allikevel at konstruksjonen av Nibor, som en valutaswaprente¹⁰, bør avskaffes.¹¹

3.1.3 Renteswap

En renteswap er en avtale mellom to parter om bytte av rentebetingelser på lån i samme valuta. Dette innebærer at den ene parten får byttet sin flytende rente mot fast rente, mens den andre parten får motsatt bytte. Avtaleperioden kan variere fra 3 mnd til 15 år¹², og det kan gjøres avtaler med fremtidig startpunkt. Denne avtalen berører ikke långivers betingelser for lånet, så en renteswap kan gjøres uavhengig av långiver.

Den mest vanlige bytteavtalen er fra flytende til fastrente. En langsiktig renteswap fra flytende til fast rente er interessant for bedrifter som frykter renteøkning innen lånets løpetid. I dette tilfellet betaler banken lånets flytende rente¹³ mens kunden betaler banken en fast avtalt utbetaling, swaprente. Avtalen kan når som helst avsluttes, men dette utløser kompensasjons utbetaling.

Dersom en bedrift har en obligasjon med fastrente men ønsker lån med flytende rente, kan byttehandelen også gå andre veien. Bedriften inngår da en bytteavtale med banken som sikrer dem flytende rente, mens banken betaler obligasjonens kupongutbetalinger.

⁹ Vi har Nibor knyttet til NOK, Eurobor knyttet til Euro, Libor knyttet til pund, dollar og tre andre valuta, Stibor og Cibor knyttet til henholdsvis svenske og danske kroner osv

¹⁰ Norges bank kan bruke valutaswap avtaler for å tilføre kronelikviditet til norske og utenlandske banker. De kan også brukes for å gi lån til norske banker i en annen valuta enn NOK. I slike handler stiller bankene med norske kroner som sikkerhet

¹¹ Norges Bank Memo – (2/2014) "Svakheter ved Nibor"

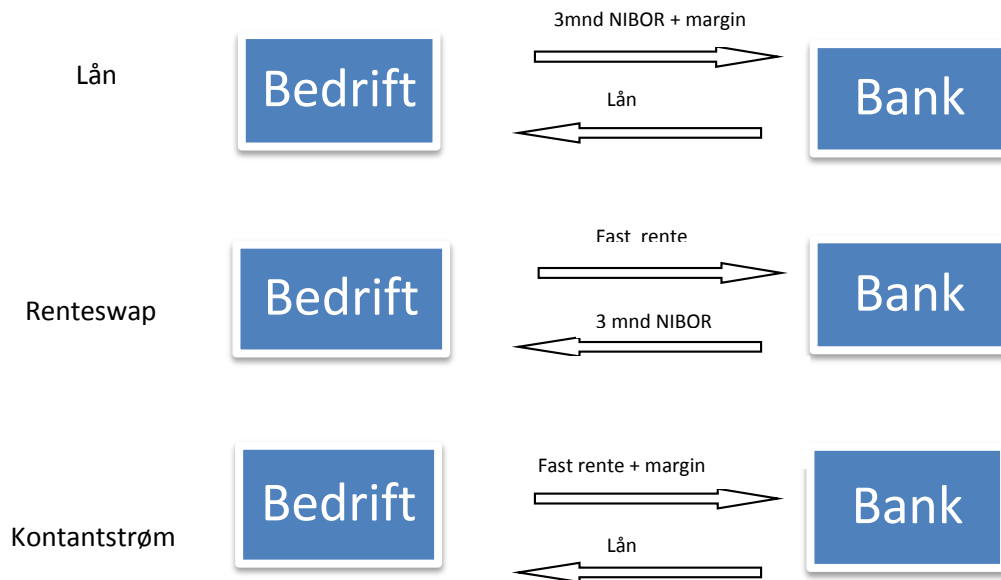
¹² Sparebanken Møre

¹³ NIBOR-basert rente uten marginpåslag

Det er viktig å merke seg at aktørene i en swaprentekontrakt ikke låner hverandre penger, dette er utveksling/bytte av fremtidige kontantstrømmer. Derfor ser en ingen kontantstrøm ved inngåelsen av avtalen. En swap-kontrakt er en forward-kontrakt ¹⁴¹⁵.

Beskrivelse av kontantstrømmen i en renteswap mellom en bedrift og en bank:

Figur 2: Kontantstrømmen i en renteswap



Utarbeidet av forfatter Kilde: Sparebank 1 SMN markets

Å kalle utbetalingene mellom avtalepartene i en renteswap for rente, er litt misvisende. Dette er rene utbetalinger mellom partene og er bare prisdrevet på grunnlag av renten som avtales ved inngåelsen av renteswap avtalen.

Motivet for å inngå en renteswap vil ofte være å redusere eller tilpasse renterisikoen på lånet og stabilisere forutsigbarheten i rentekostnaden. Bedriftene kan videre gjennom en swap-avtale få tilgang til utilgjengelige fastrentemarkeder og samtidig få en mulighet til å utnytte forventninger om stigende eller synkende renter. En renteswap kan også inngås uten et underliggende lån. Her dreier det seg om ren spekulasjon, og vil ikke bli omhandlet i denne oppgaven.

¹⁴ Pietro Veronesi (2011) – Fixed Income Securities

¹⁵ Regjeringen - Forwardkontrakt er en avtale om et fremtidig kjøp hvor pris, mengde og kvalitet på varen, samt tid og sted for levering er avtalt på forhånd

3.2.0 Rentemargin/ Kreditrisikopremie

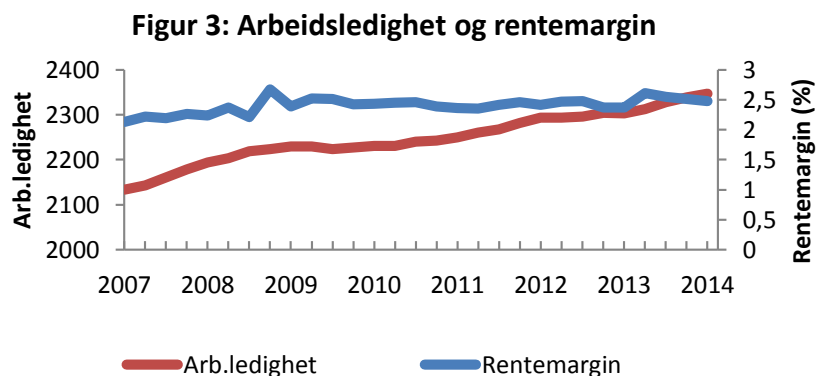
Rentemargin eller kreditrisikopremien er den spesifikke risikopremien som foreligger mellom sikre og usikre obligasjoner (finansiell økonomi) Den kan gjerne kalles investors kompensasjon for kreditrisiko som følge av forventet mislighold tilknyttet den underliggende obligasjonen. Er selskapet kreditt-ratet er dette en rettesnor på nivået på rentemarginen.

Obligasjoners kreditrisiko kan klassifiseres i tre forskjellige kategorier:

1. Risiko for mislighold: Herunder manglende kupongutbetaling og/eller manglende betaling av hovedstol ved forfall.
2. Kreditt-spread risiko: Reflekterer sannsynligheten for en relativt mer negativ prisutvikling på obligasjonen målt mot andre sammenlignbare obligasjoner.
3. Nedgraderings risiko: Reflekterer sannsynligheten for en mulig nedgradering i kredittratingbyrå's rating av obligasjonen

Rentemargin vil variere i takt med misligholdsraten. Dette medfører lav margin i høykonjunktur og høy margin i lavkonjunktur.

Dette kan bekreftes ved å korrelere historiske rentemargin med historisk arbeidsledighet, som er godt måleparameter på konjunktur. Arbeidsledighet er som kjent en motsyklisk størrelse som stiger ved lavkonjunktur, dog med et visst etterslep.



Kilde: Utarbeidet av forfatter/SSB og Norges Bank

Som figuren viser, eksisterer det positiv samvariasjon mellom arbeidsledighet og rentemargin. Begge måleparameterne er motsykliske. Figuren gir oss en indikasjon på at marginene synker i lavkonjunktur og stiger i høykonjunktur.

I tillegg til kreditrisikoen vil også andre faktorer påvirke rentemarginen. Er obligasjonen eksempelvis lett omsettelig i annenhånds-markedet, eller er det stilt sikkerhet for obligasjonen,

vil dette redusere marginen. På den andre siden vil en høy gjeldsgrad hos utsteder øke risikoen og dermed rentemarginen på grunn av høy eksponering i markedet og høy sensitivitet for konjunktursvingninger.

Renterisiko er også ”bakt inn” i kredittmarginen på en obligasjon. Med renterisiko menes at kursen på obligasjonen endrer seg ved rente-endring i markedet. Siden kupongrenten er bundet, vil kursen endre seg dersom avkastningskravet i markedet endrer seg. Investorene krever høyere avkastning på en obligasjon dess mer den kan svinge i kurs. Dette medfører at med lenger løpetid på obligasjonen, blir rentemarginen høyere. Grunnen til dette er at over tid vil det være større sjanse for at det generelle rentenivået i markedet er gått opp, noe som gir negativ effekt på obligasjonsmarkedet. Som et resultat av dette vil en investor som eier en obligasjon med lang løpetid, og som ønsker å selge før forfall, kunne møte et marked som er priset betydelig lavere enn da obligasjonen opprinnelig ble kjøpt.

Ved lenger løpetid øker også konkursrisikoen. Det er vanskelig å forutse hvordan en bedrift vil være i stand til å møte sine forpliktelser 5-10 år frem i tid. Nøkkelpersonell kan ha forsvunnet, teknologiske nyvinninger kan ha satt dem på sidelinjen osv. Dette inngår i nedgraderingsrisikoen og dermed i kredittmarginen.

3.3.0 Kredittrating

Kredittrating er svært viktig for å bestemme risikonivået på obligasjonen. Ratingen består av en analyse av den økonomiske situasjonen i bedriften, samt politiske hensyn. I analysene legges det vekt på både betalings evne og vilje. Både selskaper og land blir kredittrattet. Norge er ratet med høyeste score kredittverdighet.

Obligasjonene rangeres ved hjelp av bokstaver, og i noen tilfeller litt tall hvor AAA er høyeste rangering og D er konkurs eller mislighold.

Om alle obligasjonseierne skulle måtte overvåke sine egne porteføljer ville det utløse unødvendig høye kostnader, samt blindpassasjer problem. Derfor er det egne selskap som utfører dette på oppdrag fra selskapene som ønsker å bli ratet. Det er tre store ratingbyråer på verdensbasis. Moody`s, Standard & Poors og Fitch, de to første er desidert de største. Siden det norske obligasjonsmarkedet også inneholder mindre selskaper som ikke har kapital nok til å betale de store ratingselskapene for kredittvurdering, har vi i Norge en stor andel ”skyggerating”. Disse analysene blir utført og kostnadsbåret av meglerhus, og gir investorene en verdifull informasjon om risikoen på investeringen.

Ratingbyråene deler obligasjonene inn i to hovedkategorier: High Yield og Investment Grade. High Yield er som navnet sier høy risiko obligasjoner (høyrenteobligasjoner) og har høyere risiko enn Investmentgrade obligasjoner.

For selskaper har det stor betydning om de blir nedgradert fra Investment Grade til High Yield. En rekke investorer og fond har policy om hvor stor andel av porteføljen som skal være innen de forskjellige kategoriene, og kan derfor bli nødt til å selge seg ut av selskaper som blir nedgradert fra Investment Grade til High Yield og omvendt.

Svakheten med såkalt syntetisk rating er at analysene er kun basert på historiske tall og tar ikke hensyn til eksempelvis langsiktige inngåtte avtaler som ikke er trådt i kraft enda.

Tabell 1 Langsiktig kredittrating

Risikoklasse	Moody`s	S&P /Fitch	Definisjon
Investmentgrade	Aaa	AAA	Beste kvalitet
	Aa1	AA+	Sterk evne til betaling
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	Mer utsatt for negative endringer
	A2	A	
	A3	A-	
	Baa1	BBB+	Tilstrekkelig evne til å møte utbetalinger, men noen elementer av sikkerhet mangler
	Baa2	BBB	
	Baa3	BBB-	
Speculative grade/ High Yield	Ba1	BB+	Spekulativ risiko, fremtiden ikke sikret
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
	B1	B+	Høy kredittrisiko, men låntager klarer å møte sine forpliktelser i dag
	B2	B	
	B3	B-	
	Caa1...	CCC+	Stor sannsynlighet for mislighold, konkurs mulig
	Ca-C	CC-C	
D	D	Mislighold fra låntaker	

Kilde: Utarbeidet av forfatter/ Berk and DeMarzo

3.4.0 Obligasjoner med tilleggskompensasjon

3.4.1 Obligasjoner med innløsningsrett for obligasjonsutsteder

Utsteder av en obligasjon med innløsningsrett for låntager reserverer seg rettigheten til å kjøpe tilbake obligasjonen på ett gitt eller ikke-gitt tidspunkt. Ved utøvelsen av innløsningsretten må låntager betale en avtalt pris som gjerne inneholder en premie over pålydende verdi.¹⁶ Dette medfører at hvis renten eller risikoen faller etter utstedelsen, stiger obligasjonsprisen og selskapet kan innløse lånet til fastsatt pris. En innløsningsrett for utsteder er derfor mindre attraktivt for en investor ettersom den begrenser oppside-potensiale av obligasjonen.

3.4.2 Obligasjoner med innløsningsrett for obligasjonseier

Mens en obligasjon med innløsningsrett for utsteder gir låntager en opsjon til å kjøpe tilbake lånet, gir en obligasjon med innløsningsrett for obligasjonseier en opsjon til å kreve lånet tilbakebetalt til en fastsatt pris. Dersom rentemarginen overstiger markedets avkastningskrav vil det være hensiktsmessig for obligasjonseier å beholde obligasjonen. Her vil obligasjonseier få dårligere betalt ved å flytte kapitalen ut i markedet. I motsatt tilfelle vil det være hensiktsmessig å løse inn obligasjonen. Obligasjonseieren vil her få bedre betalt ved å investere til gjeldende avkastning i markedet.¹⁷

3.4.3 Konvertible obligasjoner

Konvertible obligasjoner gir obligasjonseier rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet mot innskudd i penger eller mot at obligasjonen nyttes til motregning (FNO). En konvertibel obligasjon kan ses på som en vanlig obligasjon pluss en kjøpsopsjon på underliggende aksjer. Dette kalles en markedsnøytraliserende strategi siden obligasjonsposisjonen og aksjeposisjonen reagerer i motsatt retning ved endringer i markedet generelt.¹⁸

Obligasjonseier kan normalt konvertere obligasjonen til aksjer når som helst frem til forfallsdato. Konverteringsretten øker obligasjonens verdi og dermed er prisen høyere enn for tilsvarende obligasjoner uten denne retten. Det kreves tilslutning fra utsteders generalforsamling for å gjøre en obligasjon konvertibel.

Siden verdien på konverteringsretten erstatter deler av rentebetalingen, gir dette utsteder motivasjon for å legge til konverteringsmulighet på obligasjonen for å redusere gjeldsrenten.

¹⁶ Bodie et Al (2011) – Investments

¹⁷ Bodie et Al (2011) - Investments

¹⁸ Bodie et Al (2011) - Investments

3.4.4 Obligasjon med warrants

Warrants er kjøpsopsjoner, og utøvelse av warrants øker antall aksjer i selskapet.. Obligasjoner med warrants inneholder en kjøpsopsjon for å kjøpe en ny-emmitert aksje i selskapet til en forhåndsbestemt pris.¹⁹ Selskaper utsteder obligasjoner med warrants av samme grunn som konvertible obligasjoner: De tilbyr en tilleggskompensasjon for å redusere rentebelastningen i selskapet.

3.4.5 Eiendeler som sikkerhet for obligasjonen

For å redusere risikoen stiller utsteder i noen tilfelle en sikkerhet knyttet til obligasjonen. Sikkerheten kan være fast eiendom eller andre omsettelige eiendeler. Dersom obligasjonsutsteder ikke oppfyller lånebetingelsene, har obligasjonseier rett til å overta eierskapet til eiendelen som er stilt som sikkerhet²⁰.

Motivasjonen for utsteder for å stille sikkerhet er at risikoen reduseres som fører til at kupongrenten går ned, og dermed reduseres prisen på obligasjonen. Reduserte kupongutbetalinger medfører redusert press på likviditeten.

For å redusere risikoen ytterligere kan obligasjonseier legge inn en klausul i lånebetingelsene om at sikkerheten er til eksklusivt bruk for den aktuelle obligasjonen. Utsteder kan da ikke bruke samme sikkerhet ved ny utstedt obligasjon.

I motsetning er en usikret obligasjon kun støttet av utsteders kredittverdighet, noe som kan medføre tap for obligasjonseier om utsteder misligholder lånet.

3.5.0 Selskapers gjeldsstruktur

Store selskaper har ofte en gjeldsstruktur som er sammensatt av finansiering fra flere kilder enten direkte i markedet gjennom obligasjonslån eller gjennom en eller flere banker. Ved eventuell konkurs vil de ulike finansieringskildene ha ulik prioritering for tilbakebetaling. Bankene ligger normalt som førsteprioritet, deretter prioriteres obligasjonseiere og andre kreditorer.

¹⁹ Berk og DeMarzo (2011) – Corporate Finance

²⁰ Pietro Veronesi (2011) – Fixed Income Securities

Man kan dele obligasjonslånene inn i tre kategorier:

- Obligasjonslån med høyest prioritet etter banklån, med sikkerhet i en av selskapets eiendeler eller datterselskaper²¹.
- Obligasjonslån med høyest prioritet etter banklån, men uten sikkerhet i konkrete eiendeler.
- Obligasjonslån med lavere prioritet enn andre obligasjonslån og banklån.

Tabell 3 :

Selskapets gjeldsstruktur		
Banklån		
Obligasjonslån	Senior	Sikrede lån
		Usikrede lån
	Subordinær gjeld/hybridkapital	Tier 1 / Tier 2

**Kilde: Utformet av forfatter/
Berk and DeMarzo 2011**

Den standardiserte låneavtalen ved obligasjonslån inneholder normalt færre inngripen og restriksjoner enn ved lån i bank. Likevel finnes det også her restriksjoner som begrenser utsteder fra å utføre handlinger som kan undergrave utsteders evne til å betale tilbake obligasjonslånet. Dette kan være utbytterestriksjoner og minimumsgrenser for gjeldsgrad og arbeidskapital. Lånet kan erklæres misligholdt om lånevilkårene ikke blir overholdt.

Et lån kan erklæres misligholdt ved:

- Utelatt eller forsinket rente- prinsipalutbetaling
- Utsteder blir erklært konkurs
- En tvungen konvertering hvor utsteder enten tilbyr obligasjonseier et nytt verdipapir eller en sammensetning av verdipapir som utgjør en redusert økonomisk forpliktelse. Dette kan være aksjer, gjeld med lavere kupongrente eller pålydende hovedstol.

²¹ Covered bonds / Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)

3.6.0 Regelverk

Verdipapirhandelloven fra 2007 regulerer utstedelse og emisjoner av obligasjoner. MiFID er EU's investeringstjeneste direktiv og omtales på norsk som verdipapirmarkedsdirektivet. I Norge er direktivet gjennomført gjennom verdipapirhandelloven²².

Videre regulerer Børsforskriften (2007), om regulerte markeder, noteringer, sanksjoner og overvåking med mer²³ Børsforskriftene krever blant annet at alle nye lån blir annonsert.

Investeringstjenester er konsesjonsbelagt og underlagt tilsyn av finanstilsynet. Investorbekyttelsen står sentralt i regelverket, og graden av investorbekyttelse er tilpasset ulike kundegrupper. Kundene blir delt opp i ”profesjonelle kunder” og ”ikke profesjonelle kunder”. Under kategorien ”profesjonelle kunder” kommer også undergruppen ”kvalifiserte motparter”. Her blir kundene altså delt inn etter kunnskapsnivå og ikke etter forbruker og næringsdrivende som i annen lovgivning.

Ved utstedelse av obligasjoner skal det utarbeides lovpålagt dokumentasjon. For børsnoterte selskaper består dokumentasjonen av²⁴:

- Lånebeskrivelse/ tegningsinnbydelse blankett
- Låneavtale knyttet til Norsk Tillitsmann AS
- Prospekt (regnskapstall)

De viktigste kontrollorganene for regelverket er Oslo Børs, kredittilsynet samt Norsk tillitsmann AS.

3.7.0 Notering av obligasjonslån

3.7.1 Oslo børs

Notering og handel av obligasjoner skjer på Oslo Børs. De tilbyr to ulike markedsplasser, Nordic ABM og Oslo Børs og det er selskapenes policy og investorenes mandater som styrer hvilken av disse markedsplassene som skal benyttes.

2.7.2 Nordic ABM

Selskaper som ikke rapporterer i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standard) kan notere sine lån på Nordic ABM. Dette er en selvregulert markedsplass som ikke er underlagt EU's direktiver, og kan derfor tilpasses markedsaktørens behov. Her er ingen krav om EØS prospektplikt, og lånene trenger heller ikke godkjenning av finanstilsynet. En notering på

²² www.fno.no

²³ Norsk lovdata, www.lovdata.no

²⁴ DNB markets og Oslo Børs

Nordic ABM vil normalt ta en uke ved førstegangs notering, så hele prosessen er enklere og raskere. Allerede utarbeidet informasjon kan brukes om igjen og selskapene forholder seg til Oslo Børs gjennom hele noteringsprosessen. Om selskapet ønsker å utstede flere lån på Nordic ABM vil prosessen forenkles ytterligere, da kreves kun godkjent lånebeskrivelse og søknad om notering²⁵.

3.7.3 Oslo Børs

Oslo Børs er den tradisjonelle markedsplassen for obligasjoner. Dette er et marked regulert av MiFID (Markets in Financial Instruments Direktive). Her må selskapene utarbeide prospekt etter EU's prospekt direktiv, og det må godkjennes av finanstilsynet før notering. Selskapet forplikter seg til å rapportere regnskapene i henhold til IFRS standard.

3.8.0 Nordic Trustee, Norge (tidl. Norsk Tillitsmann ASA)

For at utsteder ikke skal måtte forholde seg til alle obligasjonseierne/kreditorene enkeltvis, opptrer en tillitsmann som juridisk person på obligasjonseierne vegne. I Norge vil dette i realiteten si Nordic Trustee, tidligere Norsk Tillitsmann ASA. Deres portefølje består av ca 90% av alle obligasjonene som er registrert ved verdipapirsentralen²⁶. Nordic Trustee eller andre som tilbyr tillitsmanns tjenester er ikke underlagt noe særskilt lovverk, offentlig godkjennelse eller tilsyn.

Låneavtalen på et obligasjonslån blir skrevet mellom obligasjonsutsteder og tillitsmannen. I lånets løpetid utøver tillitsmannen aktiv overvåking av låneforholdet og bidrar dermed til å redusere koordinasjonsproblem mellom de ulike investorene. Låneavtalen regulerer alle forhold i obligasjonslånet, som vilkår, rettigheter og plikter mellom utsteder, obligasjonseier og tillitsmann samt obligasjonseiermøtets myndighet. Obligasjonseierne blir behandlet som et kreditorfelleskap hvor mindretallet må vike for flertallet.

En tillitsmann skal ivareta obligasjonseierne rettigheter og overvåker utsteders forpliktelser. Ved mislighold kan tillitsmannen gå til rettslige skritt på vegne av alle obligasjonseierne.

For obligasjonsutsteder vil tillitsmannen forenkle prosessen ved konflikter og behov for reforhandlinger. I slike tilfeller kan utsteder avvise obligasjonseiere som måtte rette direkte krav mot ham, og fortrolig diskutere ulike alternativer direkte med tillitsmann²⁷.

²⁵ www.oslobørs.no

²⁶ www.arnzendebesche.no

²⁷ www.Nordictrustee.no

4.0 Den norske banksektoren

Bankens oppgave fra begynnelsen...

"...saa at den mindre Formuende kan have Noget at tage til ved at begynde en Næringsvei, Indtræde i Ægteskap, paa Nødens Dag eller i den besværelige Alderdom".

"udlaaner saasnt som mulig Sparebankens Midler, men Stedse med Hensyn paa den største Sikkerhed og den højste lovlige Vinding, som muligen kan erholdes".

Kilde: Sparebankforeningen

Mye er skjedd siden den gang, men hovedbudskapet er fortsatt det samme. Bankenes primæroppgave overfor bedrifter er å yte kreditt og betalingsformidling²⁸. På denne måten gjør bankene det mulig for foretakene å starte store prosjekter eller investeringer basert på fremtidige kontantstrømmer, samt motta oppgjør fra kunder. Disse bankfunksjonene er viktige byggesteiner for en velfungerende økonomi, og gir store samfunnsmessige utslag om de opphører. Bankene er derfor underlagt strenge reguleringer og tilsyn fra myndighetenes side.

4.1.0 Bankens hovedoppgaver:

Den grunnleggende rollen til bankene er å kanalisere kapital fra innskyter til låntakere. Denne mellommannsrollen innebærer å konvertere kortere innskudd til mer langsiktige lån. Videre er de en effektiv informasjonsprodusent og overvåker av låntakerne²⁹

Bankvirksomhet er en ”margin virksomhet”, som stort sett lever på marginene mellom innlånsmarginer og utlånsmarginer. For å generere inntekt må bankene holde høyest mulig utlånsmargin samtidig som de må sikre seg billigst mulig tilgang på kapital. Bankene har en skalafordel, gjennom sin størrelse, som gjør at de kan oppnå lavere transaksjonskostnader enn bedrifter og andre låntagere klarer hver for seg.

Bankene er de eneste virksomhetene som, har konsesjon til å motta kundeinnskudd fra publikum generelt. Banken beholder en del av innskuddene som likvide reserver, men låner resten ut igjen. Ett innskudd danner grunnlaget for flere utlån som i sum er langt større enn det opprinnelige kundeinnskuddet. Dette kalles kredittmultiplikatoren. Denne multiplikatoren blir

²⁸ Finanstilsynet - Gjennom banksystemet ble det i 2011 formidlet betalinger som summerte til mer enn 13 000 milliarder kroner

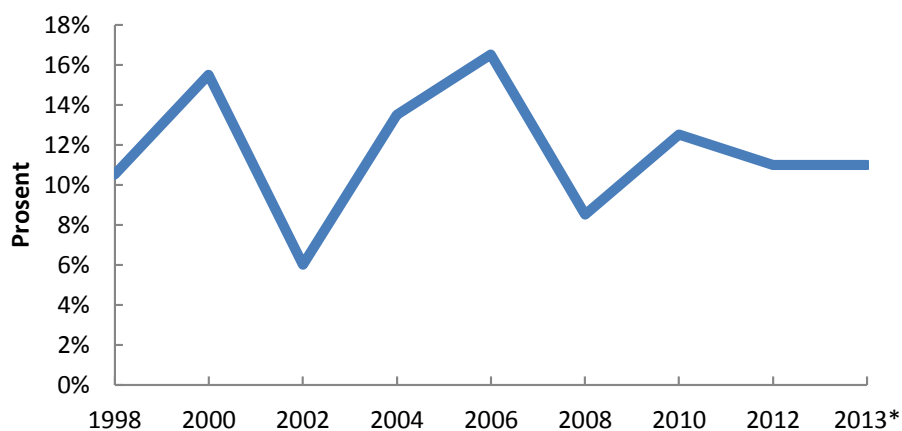
²⁹ Diamond Diamond (1984) - *Financial intermediation and delegation monitoring*

større dess mindre andel av kundeinnskuddene som blir holdt tilbake som likvide reserver³⁰. Hvor mye av innskuddene som blir holdt til likvide reserver reguleres av bankenes kapitalkrav som blir omtalt i kapittel 4.5. Viktig å merke seg er at bankene tar risikoen ved kredittformidlingen mellom innskuddene/innlåne og utlåne. Dette vil si at innskudd fra kunder går ikke tapt selv om en låntager ikke klarer å betjene sine forpliktelser. Det er denne risikoen som utløser marginene³¹ til bankene. Jo lavere kredittverdighet låntageren har, dess høyere marginer.

4.1.1 Situasjonen for norske banker

Situasjonen for det norske bankmarkedet er veldig bra. Bytteordningen med statsobligasjoner under finanskrisen reddet likviditeten hos bankene, og egenkapitalavkastningen har vært positiv selv gjennom krisetider.

Figur 4: Bankenes egenkapitalavkastning



Kilde: Utarbeidet av forfatter/Norges bank

Av finansforetakene i Norge er det banksektoren som har den høyeste forvaltningskapitalen på 4 200mrd NOK. Til sammenligning har finansieringsforetakene en samlet forvaltningskapital på 1 770 mrd NOK pr. mars 2014³². Finansforetakene omfatter sparebanker, forretningsbanker, finansieringsforetak og forsikringsforetak. Det som skiller sparebanker fra forretningsbanker er den formelle selskapsformen. Forretningsbanker kan bare stiftes som aksjeselskap, eller allmennaksjeselskap, og innhenter kapital både fra innskudd og direkte i markedet. Sparebanker derimot har tradisjonelt sett vært organisert som selveiende stiftelser, som er konsesjonsbelagt.

³⁰ Finans Norge – (2012) *Hvordan fastsetter bankene sine utlånsrenter?*

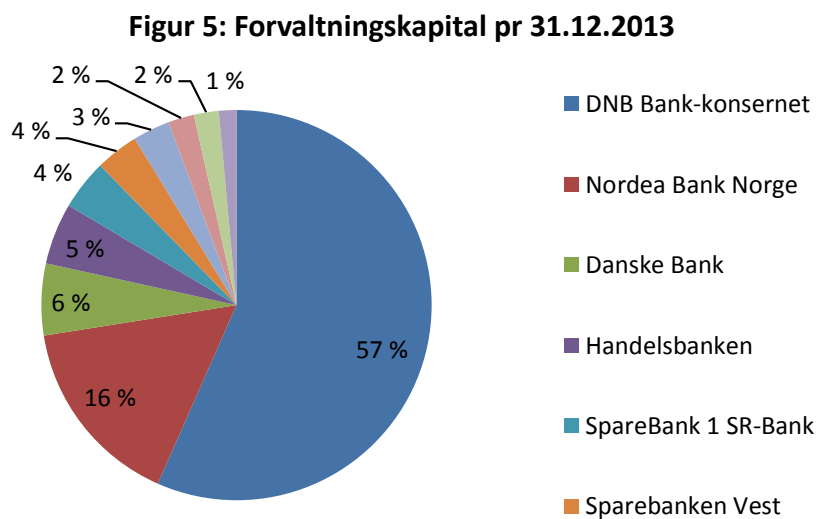
³¹ Risikopåslag

³² www.ssb.no

³³ ³⁴ Egenkapitalen har stort sett vært tidligere års tilbakeholdte overskudd, og de henter sin kapital gjennom innskudd og egenkapitalbevis. Fra 2002 ble det åpnet for at også sparebankene kunne omdannes til aksjeselskap med tilhørende sparebankstifere som eiere.

Banker, både forretningsbanker og sparebanker står i en særstilling i forhold til finansierings- og forsikringsforetakene ved at de har rett til å motta innskudd fra privatpersoner, bedrifter og andre. Begrepet ”bank” er i regelverket en beskyttet tittel for foretak som er en del av innskuddsmonopolet. Finansieringsforetak som ikke er en del av dette, består hovedsakelig av kredittkortselskap, faktoringsselskap eller leasingselskap.³⁵

Det spesielle med det norske bankmarkedet er at én bank, DNB, er veldig mye større enn de andre og er delvis eid av staten. Banken besitter 33% av markedsandelene på det totale bedriftsmarkedet og hele 57% av samlet forvaltningskapital for de 10 største bankene i Norge. Senere i analysene vil tall fra DNB brukes som referansetall for næringen nettopp på grunn av den store markedsandelen DNB har på det norske bedriftsmarkedet.



³³ Norges bank - Kapittel 34 «Finansinstitusjonene»

³⁴ www.Finansjuridisk.no

³⁵ www.finansjuridisk.no

4.2.0 Bankenes betydning for bedrifter

Bankene er det finansielle systemets klart største bindeleddet mellom markedet med overskuddskapital og bedrifter med kapitalbehov. Formålet med å bruke banker som mellomledd er at bedriftene kan ta imot ferdige finansielle pakker hvor risikoen er gitt på forhånd. De viktigste parameterne bankene bidrar med er:

1. Løpetidstransformasjon
2. Diversifisering og prising av risiko
3. Tilbyder av finansiell informasjon

4.2.1 Løpetidstransformasjon:

Når bankene låner ut kunders innskudd, er det ikke ”øye for øye, og tann for tann”. Kunder med innskudd har som regel ulike behov når det gjelder løpetid og fleksibilitet enn låntakere. Sistnevnte trenger forutsigbarhet og visshet om at avtalt nedbetalingstid vil være gjeldende til lånet er nedbetalt. I motsetning vil en sparer med innskudd, enten privatperson eller bedrift, foretrekke at det ligger en mulighet for umiddelbar tilgang til kapitalen. Bankene transformerer med andre ord likvide innskudd til ikke-likvide lån. Selv om innskyterne har tilgang på pengene sine umiddelbart, er det lite sannsynlig at dette skjer samtidig. Som gruppe oppfører innskyterne seg ganske forutsigbart, så bankene kan med statistiske beregninger forutsi når og hvor mye kapital de til en hver tid må ha tilgjengelig³⁶. Løpetidstransformasjon utløser likviditetsrisiko. Grundig likviditetsstyring er derfor en avgjørende faktor, og blir omhandlet i kapittel 4.4.1. Et annet viktig parameter for å kunne drive løpetidstransformasjon er kundenes tillit til bankene. Kundene må ha tiltro til at innskutt kapital kan hentes ut til en hver tid. I Norge har vi en innskuddsgaranti hvor bankenes sikringsfond garanterer for innskudd opp til 2 MNOK pr kunde pr bank³⁷. Dette var en viktig brikke i at Norske banker unngikk ”masse-uttak” ved tillitskrisen i 2008.

4.2.2 Diversifisering og prising av risiko:

Bankene har opparbeidet seg en spesialkompetanse på å vurdere risiko. Banken opparbeider denne kompetansen dels ved at banken har kundeforhold som strekker seg over tid, slik at den etter hvert innhenter mer informasjon enn det markedet generelt normalt vil ha. Videre har bankene gjennom sin betalingsformidling, tilgang til mye informasjon om kunder som kan benyttes til å avdekke og redusere risiko. Som bindeledd mellom innskyter og låntager påtar

³⁶ Norges Bank – (2004) «*Bankers likviditet og finansiering*»

³⁷ www.bankenessikringsfond.no

bankene seg risikoen som hefter ved hvert enkelt utlån. De tar en risikopremie for å påta seg kredittrisikoen hver enkelt innskyter ikke vil eksponere seg for. Banken avdekker og styrer risikoen for misligholdte lån ved å bruke sin ekspertise gjennom kredittanalyser og kredittsjekk av kunder. Bankens risiko diversifiseres ved at de låner ut mange små lån til mange ulike kunder. Om det er en stor bedrift som trenger mye kapital, kan flere banker slå seg sammen om å dele på risikoen, i såkalte syndikat lån.

På linje med obligasjonslån, er banklån ikke-prioriterte fordringer ved evt. konkurs hos låntager. Prioriterte fordringer er lønn, kostnader ved konkurs og fordringer til staten i form av skatter og avgifter³⁸ Banken reduserer denne risikoen ved å ta pant i eiendeler som for eksempel: eiendom, driftstilbehør, kundefordringer, aksjer og varelager m.fl.³⁹ Banken kan også benytte kausjoner i tilfeller hvor pant ikke er mulig. Dersom selskapet ikke er i stand til å tilbakebetale lånet, kan banken kreve panten realisert gjennom å søke tvangsdekning.

På bakgrunn av denne grundige risikostyringen og diversifiseringen vil det for en innskyter i en bank selv uten noen form for innkuddsikring være betydelig mindre risiko forbundet med å låne penger til en bank fremfor direkte til den enkelte låntaker direkte i markedet.

Bankene tilbyr videre finansielle derivater som gir kundene mulighet til økt risikostyring. Dette kan være rentederivater, swaper, valutaderivater eller andre finansielle derivater. Felles for disse er at banken setter sammen to eller flere verdipapir som reagerer motsatt i markedet, eksempelvis en kjøpsopsjon for underliggende aksjer i en obligasjon.

4.2.3 Håndtere asymmetrisk informasjon

I gjeldsmarkedet vil det være sprikende interesse mellom långiver og låntager om hvilken og hvor mye informasjon som skal utveksles. Den skjeve fordelingen i informasjonen kan være at låntager vet mer om sine fremtidsutsikter og risiko ved løpende prosjekter. Dette kan føre til at bedrifter starter prosjekter med betydelig oppside og/eller liten egenkapitalandel selv om de har en negativ netto nåverdi. Her kan eierne med et begrenset ansvar kunne motta hele oppsidepotensialet ved en risikabel investering, mens de bare kan tape egenkapitalen ved et negativt utfall. En risiko for at bedriftene kan bruke sitt informasjonsfortrinn på denne måten kalles "atferdsrisiko"⁴⁰. Bankene sikrer seg mot dette ved å kreve sikkerhet for lånet, samt å legge videre føringer for hvor stor gjeldsbelastninger låntakeren kan påføre seg i ettertid.

³⁸ Lovdata - Dekningsloven § 9-2

³⁹ Øystein Gilje - Senior Bedriftsrådgiver Sparebank 1 SR Bank

⁴⁰ Norges Bank – (Desember 2002) «Penger og Kreditt»

Lånene overvåkes av bankene, og dersom vilkårene i lånekontrakten ikke blir oppfylt, vil banken kunne kreve reforhandlinger og i ytterste konsekvens heving av kontrakten.⁴¹

Bankene sikrer seg videre mot atferdsrisiko ved å holde tett kontakt med kundene over lenger tid. Dette bidrar til tillit hos begge parter, og bankene får tilgang til informasjon som ellers ville bli holdt skjult for markedet.⁴² Siden forholdet til låntakerne går over lang tid, har bankene også en større motivasjon for å betale for viktig informasjon om kundene.

Nærheten mellom banken og bedriften har også en bakside. Kundene kan oppleve at de blir låst hos egen bank. Alternative banker vil nødig gi lån til kunder som allerede er blitt avvist i egen bank. Dette kan medføre at potensielle lønnsomme prosjekter ikke blir startet.

4.3.0 Ulike lånetyper

Den vanligste låneformen som gir størst volum hos DNB er serielån. Dette er nedbetalingslån hvor bedriftene betaler ned lånet sitt i like avdrag hver termin. Kredittmarginen som regnes i prosent av gjenstående lån, kommer i tillegg til avdraget. Med denne typen lån, vil de månedlige utbetalingene til banken være veldig høye i begynnelsen og sakte bli lavere etter hvert som lånet blir nedbetalt. Dette er i motsetning til annuitetslån hvor de månedlige betalingene til banken er like hver termin gitt at renten ikke endrer seg. Serielån gis til å finansiere eiendom og næringseiendom og andre store investeringer, og det er her de største volumene ligger.

Kassekreditt er en tilgjengelig kreditt hvor en betaler ut fra hvor mye man til en hver tid har trukket opp. Denne typen lån gis normalt til å dekke driftskostnader i perioder med stram likviditet. Butikker og produksjonsbedrifter bruker ofte dette.

Brolån er en type kortsiktig finansiering som gis til en låntaker eksempelvis ved starten av et stort prosjekt hvor det ikke er noen verdier å ta pant i, eller før banken ser om det er et levedyktig prosjekt. Som navnet tilsier, er dette en overgangsfinansiering til permanent finansiering er på plass. Dette er veldig dyre lån med marginer som stiger over tid, så her er det viktig å få på plass permanent finansiering raskt.

Til forskjell fra obligasjonslån, gir det bare i helt spesielle tilfeller avdragsfrihet i begrensede perioder på banklån til bedrift. Dette vil si at et banklån krever større deler av bedriftens

⁴¹ Norges Bank – (Desember 2002) «Penger og Kreditt»

⁴² Bhattacharya og Cheisa - (1995) "Proprietary information, financial intermediation and research incentives"

månedlige likviditet, men på den andre siden får bedriften mindre risiko ved at lånets størrelse minker hver måned. Og det samme gjør størrelsen på de månedlige utbetalingene på serielån.

4.4.0 Bankens finansielle struktur

For å kunne si noe om hvordan banken utøver sin forretningsdrift overfor kundene er det viktig å se på hvilke forutsetninger den har for forretningsdrift. Samtidig som en bank skal sikre overskudd til sine eiere, skal den også prøve og oppfylle ordtaket ”sikkert som banken”. Dette er motstridende krefter hvor eierne på sin side vil ønske å ta litt mer risiko for økt avkastning, mens samfunnet generelt bare vil sikre bankene mest mulig. At samfunnet generelt har lite forståelse for at bankene har en forretningsdrift og må generere overskudd ser man en tendens til gjennom media. Dersom en bank har produsert et stort overskudd blir den omtalt som grisk, og folk flest kan føle at den har forsynt seg rett fra lommene deres. Derimot hvis en hvilken som helst annen bedrift får samme overskudd, blir dette applaudert og ledelsen får honnør og ”fortjent bonus”. En må altså som bank både forholde seg til et bedriftsøkonomisk perspektiv og et samfunnsmessig perspektiv. Derfor er det viktig å se på de forskjellige driverne i bankens forretningsdrift.

4.4.1 Bankens likviditet

Som kredittformidler er det viktig at banken er i stand til å fremskaffe kontanter når en har bruk for det. Når en kunde ønsker å trekke ut hele, eller deler av innskuddet sitt i banken, må banken være klar for å møte disse forpliktelsene. Samtidig må banken kunne betale løpende renter og kupongutbetalinger på innlån, og innfri disse ved forfall. God likviditet hos bankene bidrar til en solvent og robust finansnæring.

Det skilles ofte mellom likvide og mindre likvide eiendeler, noe som gjenspeiler hvor raskt og sikkert en kan omdanne eiendelene til kontanter. Hos bankene består eiendelene stort sett av finansielle eiendeler, og avkastningen på disse eiendelene henger nøye sammen med grad av likviditet. Eksempelvis vil et innskudd i Norges Bank gi avkastning lik styringsrenten. Dette er en svært likvid plassering, men også en plassering med svært liten avkastning og mulig negativ avkastning hvis styringsrenten er lavere enn inflasjonen. Fra et inntjeningsperspektiv vil det derfor være mest gunstig å holde de likvide midlene på et minimum.

4.4.2 Bankens aktiva

4.4.3 Bankens passiva

Bankens passiva er høyresiden av balansen. Passivasiden på balansen finansierer aktivasisden. Finansieringen kan deles inn i egenkapital, innskudd fra kunder og markedsfinansiering som obligasjonslån, sertifikater og innskudd fra kredittinstitusjonene.

Norske bankers aktiva og passiva var pr 3. kvartal 2013 fordelt på denne måten:

Tabell 3:

Norskeide banker og OMF-kredittforetak fordeling mellom aktiva og passiva i prosent 3.kvartal 2013			
	Aktiva	Passiva	
Kontanter og fordringer på sentralbanker	10,0	6,7	Innskudd fra sentralbanker og kredittinstitusjoner
Fordringer på kredittinstitusjoner	7,0	32,5	Kundeinnskudd fra norske kunder
Utlån til kunder	62,0	6,7	Innskudd fra utenlandske kunder
Finansielle instrumenter	15,0	30,3	Obligasjoner
Andre eiendeler	6,0	15,9	Sertifikater og annen gjeld
		7,9	Ansvarlig kapital

Kilde: Norges bank

Her ser en at hovedtyngden på inntektsbringende aktiva består av utlån. Videre ser en at disse aktiva i stor grad blir finansiert av innlån fra kunder og obligasjonslån.

I lys av at bankene henter overskuddet sitt fra marginene mellom innhentet og utlånt kapital, vil lavest mulig rente på innskudd og høyest mulig rente på utlån gi den høyeste avkastningen. Konkurransesituasjonen vil imidlertid bremse marginene om de blir for høye. Det er en pågående diskusjon om DNB i egenskap av sin størrelse kan sette høye priser og at de andre bankene følger etter i sin streben etter høyest mulig marginer.

4.5.0 Regulering av bankene:

En banks eksistensgrunnlag er å legge til rette for samhandling mellom overskudd- og underskuddkapital. Denne mellommann-rollen er viktig for både det finansielle systemet og samfunnet generelt. En ubalanse eller økonomisk vanskjøtsel fra bankens side vil gi kritiske samfunnsmessige utslag. Bankene er videre tett sammenkoplede og avhengige av hverandre. Dette kan gi dominoeffekt i krisetider, noe som vi også opplevde i 2008/2009.

Bankenes balanse er generelt sett preget av høy gjeldsgrad. Norske banker har i gjennomsnitt en gjeldsgrad⁴³ på 13,5⁴⁴ mot en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 1,3 blant alle norske børsnoterte selskap⁴⁵. Siden egenkapital tradisjonelt sett er ansett som dyrere kapital enn **gjeld**⁴⁶ er dette sannsynligvis noe av bankenes motsetninger mot kravene til høyere kapitaldekning i de nyere reguleringene.

Høy gjeldsgrad er en kilde til risiko på sikt, bankene står over tid overfor kredittrisiko, markedsrisiko og likviditetsrisiko.

Kredittrisiko er definert som risiko for tap som skyldes at konsernets motparter/kunder ikke oppfyller sine forpliktelser overfor banken⁴⁷. Markedsrisiko oppstår som følge av bankens åpne posisjoner i valuta-, rente- og kapitalmarkedene, og risikoen er knyttet til resultatvariasjonen som følge av endringer i markedspriser eller kurser. Ulike former for markedsrisiko er rente- og valutarisiko. Likviditetsrisiko kan defineres som forskjellen i løpetid på bankens aktiva og passiva. Siden bankens passiva finansierer bankens aktiva, bør ikke passivasiden ha mye lenger løpetid enn aktivasiden. Da vil ikke banken være i stand til å gjennomføre sine forpliktelser hvis kundene vil ta ut pengene sine.

Med dette som bakteppe kan det sees fornuftig at ikke bankene får muligheten til å ha en laissez-faire holdning til forretningsdriften. Regulering av bankene er imidlertid omdiskutert i litteraturen. Økonomen Kevin Dowd⁴⁸ konkluderte i en artikkel, presentert i *The Economic Journal* 1996, at uten reguleringer og statlige garantier ville markedet selv være disiplinert og regulere bankene. I denne teoretiske modellen ville innskuddseierne stenge kontoene sine ved minste tegn på fare. Noe som ville tvinge bankene til konservativ utlånsstrategi og gjennomsliktig forretningsvirksomhet. Markedet ville tvinge frem den mest fornuftige kapitalstrukturen for å oppnå likevekt. Motivasjonen for bankene for å øke dyr egenkapitalandel ville være konkurransefortrinnet ved å bli en mer solvent bank.

Professor Sheila Dow ga, i samme utgave av *The Economic Journal*, ut en artikkel som predikerte motsatt syn.⁴⁹ Hun mente at en uregulert banknæring ville gi ekstremt sykliske utslag, og en sentralbank ville automatisk bli tvunget frem. Hun argumenterte med at eiendelene

⁴³ Gjeld/Egenkapital

⁴⁴ SSB

⁴⁵ SSB

⁴⁶ Ref: Kapittel 4.6.0 Gjeld vs. Egenkapital

⁴⁷ Ingvild S. – (1999) *”Risikostyring i DNB”*

⁴⁸ Dowd k. - (1996) *”The case for financial laissez-faire”*

⁴⁹ Sh.C. Dow – (1996) *”Why the banking system should be regulated”*

i bankbalansen består av penger. Derfor var hensikten med å regulere bankene, i første omgang, å forsikre seg om at bankene tålte en rask reduksjon i innskudd. Videre var det like viktig å unngå at en slik reduksjon oppstod. Dow argumenterte med at regulering kunne forsvares fordi verdien av en banks utestående forpliktelser er innskuddseierens penger og at det dermed var viktig at staten opprettholdt verdien på disse forpliktelsene.

Dows argumenter, sammen med bankenes betydelige rolle i samfunnet og kjedereaksjonen som vil følge en banks eventuelle fall, er vel argumentene som er blitt mest gjeldende. Dette underbygger også finanstilsynet⁵⁰ når de sier at ” Den grunnleggende motivasjonen for å regulere og føre tilsyn med finansinstitusjonene og markedene, er å sikre at institusjoner og markeder kan allokere kapital og risiko effektivt. Det er selvsagt et mål at de fungerer tilfredsstillende i normale perioder, men det er spesielt viktig å unngå finansiell ustabilitet og systemsammenbrudd med bankruns og kredittkontraksjon. Finanskriser er svært kostbare og har store negative langsiktige virkninger på økonomien. Regulering og tilsyn reduserer sannsynligheten for finanskriser og kan også bidra til å dempe svingningene i økonomien, at innskytere og låntakere beskyttes og at tilliten til det økonomiske systemet opprettholdes.”

Bankene i Norge har stort sett vært underlagt offentlig tilsyn helt fra starten av, og siden EØS avtalen trådte i kraft i 1994 har norsk bankregulering, og tilsyn, hovedsaklig vært styrt av EU/EØS regelverket.

EUs nyeste regelverk CRD IV⁵¹ ble vedtatt i juni 2013, gjort gjeldende fra januar 2014 og skal gradvis innføres frem til 2019. Innføringen vil formodentlig skje raskest mulig fordi det er negativt for bankenes aksjekurs å ha pålagte, men ikke innfridde krav. Bankene må se til konkurrentene for ikke å bli ”hengende etter” og dermed skape en usikkerhet blant aksjonærene om de er i stand til å innfri kravene.

Myndighetenes sanksjoner for banker som ikke innfrir kravene innen aktuelle tidsfrister, kan være pålagte restriksjoner på utbytte, bonus og tilbakekjøp av egne aksjer. Dette for å ”tvinge” økning av ren kjernekapitaldekning.⁵² Om minimumskravet til ansvarlig kapital fravikes, kan de aktuelle myndigheter pålegge avvikling av selskapet.

⁵⁰ ”Bankregulering” Finanstilsynets innlegg på Valutseminaret 2013, Soria Moria 8. februar 2013

⁵¹ Capital Requirements Directive IV

⁵² Finanstilsynet – (2013) «Ny regulatorisk virkelighet»

For utenlandske filialer i Norge vil kapitalkravene først være gjeldende fra 2016, og da en gradvis innfasing. Det er opp til tilsynsmyndighetene i de ulike filialenes hjemland og avgjøre om kravene skal gjelde tidligere.⁵³

CRD IV er hovedsakelig basert på Baselkomitéens kapital- og likviditetsstandarder (Basel III) og består av en forordning og et direktiv⁵⁴. Den er basert på tre pilarer:

- Pilar 1: Minstekrav til ansvarlig kapital. Minimumskrav til soliditet.
- Pilar 2: Vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging. Dette innebærer krav til risikostyring og internkontroll. Det kommer krav til interne prosesser for vurdering av risikoeksponering og kapitalbehov (ICCAP)
- Pilar 3: Opplysningskrav som innebærer offentliggjøring av informasjon.

Målet for reguleringen er å styrke bankenes soliditet, likviditet og finansiering.

De viktigste endringene fra eksisterende reguleringer for bankene vil være.

- Økte minimumskrav til nivået på kjernekapitalen, samt økte krav til kvaliteten på den ansvarlige kapitalen.
- Beregningsgrunnlaget for kapitalkravene blir økt.
- Kvantitative likviditetskrav og langsiktig finansieringsgrad.
- Tiltak for å forebygge derivat- og oppgjørs- og motpartrisiko.
- Innføring av ulike buffere med både faste og sykliske krav.
- Innføring av minstekrav til uvektet egenkapitalandel (Leverage Ratio).

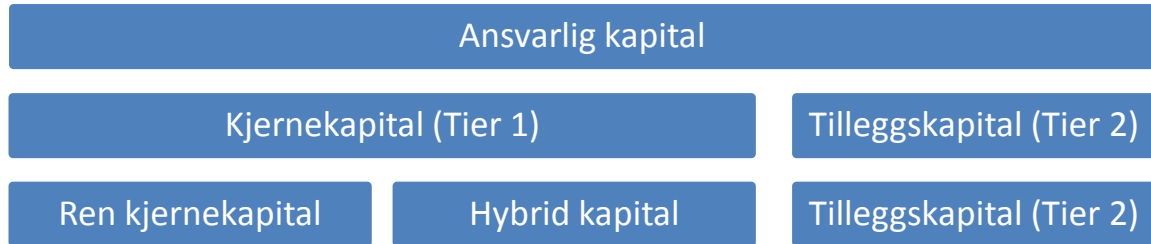
⁵³ Norges bank – Motsyklisk kapitalbuffer

⁵⁴ Finanstilsynet - "Gjennomføring av CRD IV i norsk regelverk."

4.5.1 Kapitalbegrepet

Bankenes kapital kan defineres på flere måter, og det legges ulike krav til de forskjellige kategoriene av kapital.

Figur 6: Bankenes kapital



Kilde: Utarbeidet av forfatter

Noen regulatoriske fradrag, eksempelvis ved utsatt skatt, vil redusere kapitalen. *Ren kjernekapital* defineres av Norges Bank som egenkapital minus regulatoriske fradrag. Dette vil si egenkapital som kan dekke tap ved løpende drift og avvikling på lik linje med ordinære aksjer. *Kjernekapital* defineres som ren kjernekapital pluss fondsobligasjoner. Disse inkluderer ulike typer lånekapital⁵⁵ i tillegg til den rene kjernekapitalen. Disse obligasjonene kalles hybridkapital. De kan raskt konverteres til selskapskapital eller avskrives mot tap i den løpende driften. De ulike kapitalbufferne⁵⁶ fra figur 7 om kapitalkrav, nedenfor, kommer også innenfor kjernekapital definisjonen. *Tilleggskapitalen* består av andre former for lånekapital som kan dekke tap om nødvendig.⁵⁷ Tilleggskapital⁵⁸ kan være bankenes ansvarlige lånekapital, samt hybridkapital som vil si andre gjelds- og egenkapitalinstrumenter⁵⁹. Tilleggskapitalen har høyere prioritet enn kjernekapitalen, og vil derfor bli realisert etter kjernekapitalen.

⁵⁵ Eksempel: Konvertible obligasjoner

⁵⁶ Motsyklisk kapitalbuffer, buffer for systemviktige institusjoner, systemrisikobuffer og bevaringsbuffer

⁵⁷ Norges Bank: Aktuell kommentar 2012

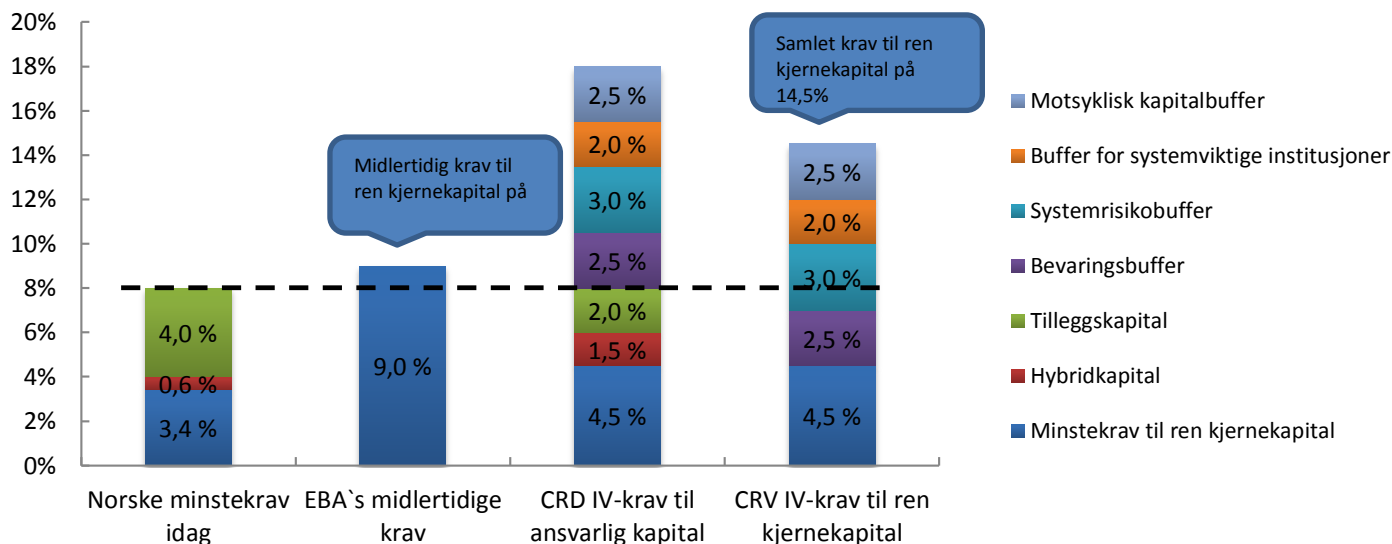
⁵⁸ Tier 2 - capital

⁵⁹ www.regjeringen.no

4.5.2 Kapitalreguleringer

Nedenfor vises de nye kapitalkravene i figuren. Første søyle er gjeldende kapitalkrav. Neste søyle viser de midlertidige kravene til kjernekapitalen som ble innfridd innen 1. juli 2012 på anbefaling fra den europeiske banktilsynsmyndigheten (EBA). Tredje og fjerde søyle viser henholdsvis krav til ansvarlig kapital og ren kjernekapital.

Figur 7: Kapitalkrav norske banker



Kilde: Utarbeidet av forfatter/www.regjeringen.no

Som figuren viser, vil endringene for kapitalkravene være krav til en prosent høyere ren kjernekapital, to prosent høyere krav til kjernekapital. Samt innføring av krav til 3(4) kapitalbuffere.

De ulike elementene i figuren blir gjennomgått under.⁶⁰

- *Motsyklisk kapitalbuffer*: Bankene skal bygge opp en motsyklisk buffer som kan "tæres" på ved ubalanser eller tilbakeslag i økonomien. Bufferen skal virke slik at den skal redusere innstramningen på utlån i dårlige tider. Dette er viktig for å unngå at bankene forsterker tilbakeslaget.
- *Buffer for systemviktige institusjoner*: Systemviktige institusjoner er institusjoner som kan påføre det finansielle system og realøkonomien betydelige negative konsekvenser dersom de får problemer. Disse må holde en større andel ren kjernekapital på grunn av effekten ved en evt. kollaps. I Norge er DNB, Nordea Norge og Kommunalbanken regnet som systemviktige banker som må forholde seg til strengere reguleringer⁶¹.

⁶⁰ regjeringen.no og storebrand.no

⁶¹ Finanstilsynet.no

- *Systemrisikobuffer:* Denne bufferen skal fange opp den enkelte kredittinstitusjons systemviktighet i nasjonale og internasjonale finansmarkeder. Det legges opp til at de ulike nasjonenes myndigheter bestemmer hvordan dette skal fordeles. Denne skal ligge på 0-3% av risikovektet balanse, i Norge er det besluttet å sette denne til 2,5%
- *Bevaringsbuffer:* Bevaringsbufferen består av en fast prosentandel som skal holdes som buffer uavhengig av økonomiske tilstander. I Norge er denne 2,5%
- *Tilleggs kapital:* Tilleggs kapitalen er en andel av den ansvarlige kapitalen som består av ansvarlig lånekapital og den andelen av fondsobligasjoner som ikke teller som kjernekapital. For å telle som ansvarlig kapital kan tilleggs kapitalen ikke være større enn kjernekapitalen.
- *Hybrid kapital:* Dette er fellesbetegnelsen for finansielle instrumenter som inneholder både egenkapital- og gjeldskomponenter. De mest vanlige er preferanseaksjer og konvertible lån.
- *Ren kjernekapital:* Ren kjernekapital vil hovedsakelig bestå av innskutt og opptjent aksjekapital, grunnfond og eierandelskapital. EBA⁶² har utdypende lister for hva som kan regnes som ren kjernekapital.

Bankenes tilpasning til kapitalkravene har gitt resultater. Ved utgangen av 2.kvartal 2014 oppfylte alle de store norske bankkonsern kravet til 10% ren kjernekapitaldekning, innen 1 juli 2014, med god margin. Norges Banks Pengepolitiske rapport viste at de syv største norske bankene vil samlet ha en kjernekapitaldekning på 12,1% dersom hele kvartalsresultatet legges til den rene kjernekapitalen. Norges bank mener at de siste års utvikling viser at bankene kan øke sin kjernekapital med 1 % pr år.

4.5.3 Likviditetsreguleringer

Hvordan bankene styrer sin likviditet og likviditetsrisiko er gjenstand for regulering fra myndighetenes side. Likviditetsrisikoen er risikoen knyttet til forskjellig løpetid mellom bankens aktiva og passiva. Finanstilsynet bruker to likviditetsindikatorer i sitt tilsyn med bankenes likviditetsrisiko.

Likviditetsindikator én består av kvantitative krav til kortsiktig likviditetsbuffer (liquidity coverage ratio LCR) og indikator to består av krav til langsiktig stabil finansiering (Net Stable Funding Ratio – NSFR)

⁶² European Banking Authority

4.5.4 Krav til kortsiktig likviditetsbuffer

LCR som skal gjelde fra 2015 understreker viktigheten av likvide aktiva for å oppnå en solvent og robust finansnæring. Denne likviditetsbufferen skal sikre at bankene kan gjøre eiendeler om til kontanter under et stressscenario på 30 dager. Et stressscenario kan være nedgradering av bankens kredittrating, økt uttak fra kunder eller ingen adgang til markedsfinansiering⁶³.

Kravet er definert på følgende måte (LCR ratio):

$$\frac{\text{Likvider av høy kvalitet}}{\text{Netto utbetalinger iløpet av de neste 30 dager}} > 100\%$$

Krav til likvide eiendeler ⁶⁴

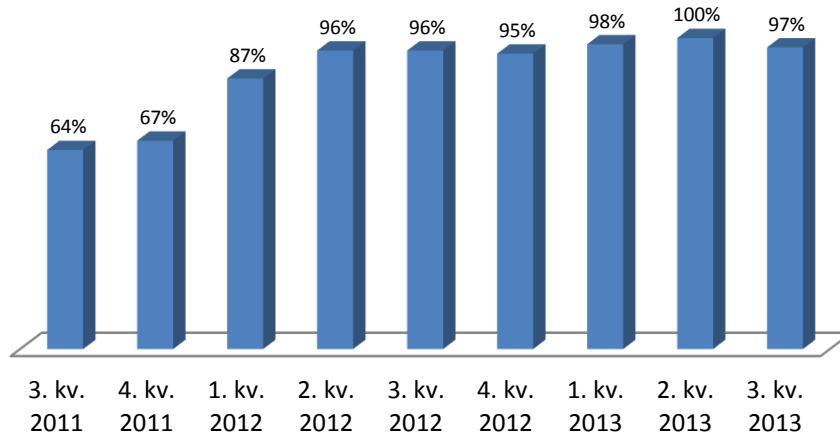
- Likvider av høy kvalitet (teller) : høy vekt = likvid
 - 1) Innskudd i sentralbanker, Stats- og statsgaranterte sertifikater og obligasjoner m.v. (vektet 100 %)
 - 2) OMF og foretaksobligasjoner med kredittrating AA- eller bedre, samt papirer fra offentlig sektor med 20 % kapitalvekt (vektet 85 %)
- Likviditetsbehov neste 30 dager (nevner) : Høy vekt = høyt behov
 - 1) Stabile innskudd fra husholdninger og små foretak (vektet 5 %)
 - 2) Mindre stabile innskudd fra husholdninger og små foretak (vektet 10 %)
 - 3) Mindre stabile innskudd fra store foretak og offentlig sektor (vektet 75 %)
 - 4) Innskudd fra finansinstitusjoner og verdipapirgjeld (100 %)

⁶³ Norges Bank

⁶⁴ Norges Bank

4.5.5 Gjennomsnitt av alle Norske bankers LCR ratio:

Figur 8: Likvide eiendeler i prosent av krav til likvide eiendeler (LCR)



Kilde: Utformet av forfatter/ Norges Bank

Som en ser ut fra diagrammet har bankene i Norge samlet sett nesten nådd målet om likviditetsbufferen. Det kan nevnes at isolert sett ligger DNB som den største banken, på en LCR ratio på 112 ved utgangen av 2013. Altså godt over kravet.

4.5.6 Krav til langsiktig stabil finansiering

Formålet med kravet om langsiktig stabil finansiering (NSRF) er å sørge for at lite likvide eiendeler finansieres langsiktig. Stabil finansiering er definert som ”de delene av kapital- og gjeldsfinansieringen som er forventet å være pålitelig tilgjengelige midler i løpet av en stressperiode på ett år.”⁶⁵ Nedgang i bankens resultat og solvens eller usikkerhet på bankens kredittverdighet kan gi stressscenario.

Kravet er definert på følgende måte:

$$\frac{\text{Stabil finansiering}}{\text{Nødvendig stabil finansiering}} > 100\%$$

⁶⁵ Norges Bank – (Desember 2011) «Penger og kreditt»

- Stabil finansiering (teller):

1. Egenkapital, innskudd og annen gjeld med gjenstående løpetid på > 1 år (vekt 100 %)
2. Stabile innskudd fra husholdninger og små bedrifter med løpetid på < 1 år (vekt 90 %)
3. Mindre stabile innskudd fra husholdninger og små bedrifter med løpetid på < 1 år (vekt 80 %)
4. Mindre stabile innskudd fra store foretak og offentlig sektor med løpetid på < 1 år ((vekt 50 %)
5. Annen gjeld med gjenværende løpetid < 1 år (vekt 0)

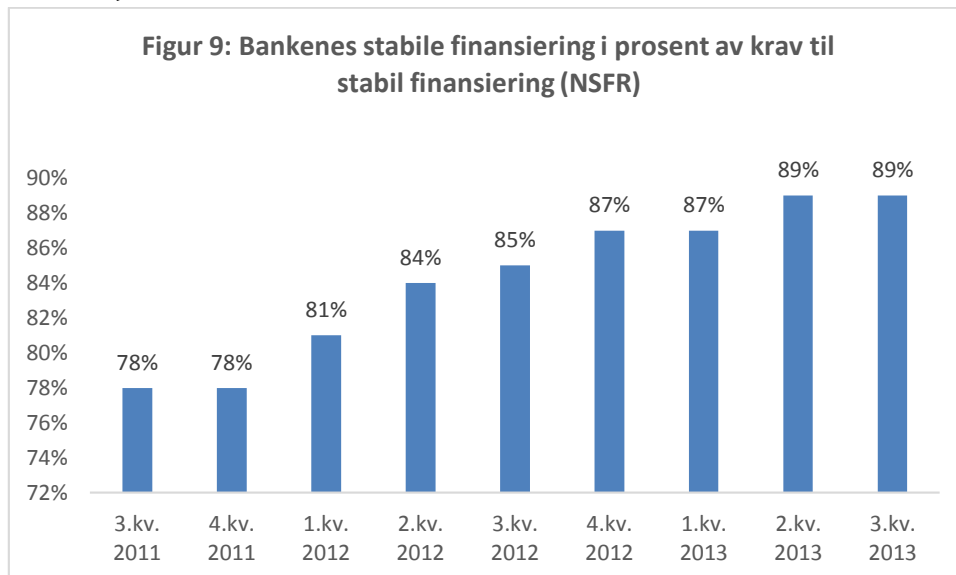
Høy vekt = stabil

- Likvide eiendeler (nevner):

1. Sertifikater og obligasjoner, ikke fornybar gjeld til finansinstitusjoner med gjenværende løpetid på < 1 år (vekt 0 %)
2. Statspapirer og lignende med løpetid på > 1 år (vekt 5 %)
3. OMF og foretaksobligasjoner med kredittvurdering AA- eller bedre med gjenværende løpetid på > 1 år (vektet 20 %)
4. Børsnoterte aksjer og lån til foretak med kredittvurdering på A- til A+ med gjenværende løpetid på > 1 år (vektet 50 %)
5. Boliglån med lav belåningsgrad (vektet 65 %)
6. Andre person og SMB lån gjenværende løpetid på < 1 år (vektet 85 %)
7. Alle andre eiendeler (vektet 100 %)

Høy vekt = lite likvid

4.5.7 Gjennomsnitt av alle norske bankers NSF ratio



Kilde: Utformet av forfatter/Norges Bank

Som en ser ut fra tabellen må bankene endre sin finansieringsstruktur for å nå kravene om finansiell stabilitet innen 2018. Bankene må utforme en finansieringsstrategi som gir god diversifisering mellom de ulike finansieringskildene.

Likviditetsrisiko brukes ofte som betegnelse på risiko knyttet til forskjellig løpetid mellom bankens aktiva og passiva.⁶⁶

4.6.0 Gjeld vs. Egenkapital

I en perfekt verden med et marked uten fortjenestemulighet på gnisninger, full informasjon, ingen transaksjonskostnader og fravær av skatt vil det være irrelevant for selskapets verdi om kapitalen kommer fra gjeldsmarkedet eller egenkapitalmarkedet, Modigliani og Miller (1958). Slike velfungerende markeder finnes kun i teorien. Finanskrisen ble et levende eksempel på at betingelsene i Modigliani og Millers irrelevansteorem i realiteten ikke kunne forutsettes bort. Den viste at valg av kapitalstruktur påvirker risikostyring og strategiske beslutninger som i sum har betydning for effektiviteten⁶⁷. Asymmetrisk informasjon som igjen ga mistillit samt høy gjeldsgrad hos de involverte var en viktig faktor til at finanskrisen ble så sterk. Enkeltfaktoren som har mest innflytelse på kapitalstrukturen, er prisen. Bedriftene må ta en avveining mellom

⁶⁶ Norges Bank – (2011) «Penge og kreditt»

⁶⁷ Jørild Mæland – (2011) «Krise omstilling og vekst»

skattefordeler ved bruk av gjeld, behovet for å beholde sin likviditetsposisjon og prisen på kapitalen. Egenkapital har overveiende blitt oppfattet som dyrere kapital enn gjeld.

Bedrifter som finansierer seg gjennom bank er ofte underlagt krav fra banken om hvor høy gjeldsgrad de kan ha. Bankene kan avvise refinansiering og i verste fall oppheve låneavtalen om vilkårene ikke blir opprettholdt. Bedriftene som finansierer seg gjennom obligasjonsmarkedet, er avhengig av å opprettholde kredittrating, og dermed må de holde gjeldsgraden nede.

4.6.1 Fordeler med egenkapitalfinansiering:

Egenkapitalfinansiering gir lavere likviditetsrisiko ved at det ikke utløser tilbakebetaling eller månedlige renteutbetalinger. Ved en stor og langsiktig investering kan det være en fordel å kunne la evt. overskudd bli reinvestert i prosjektet. Investorer med lang tidshorisont vil normalt ikke forvente avkastning umiddelbart.

Når en investor kjøper seg inn i bedriften vil det også gi markedet et positivt signal, og selskapet vil kunne få høyere anseelse. Dette avhenger selvfølgelig også av hvor attraktiv investoren er i markedet. Dette vil kunne åpne muligheter for andre investorer også.

4.6.2 Ulemper med egenkapital finansiering:

Selv om de langsiktige investorene ikke forventer seg avkastning umiddelbart, vil bedriftene på sikt måtte belage seg på å betale høyere avkastning enn renten de måtte betalt for banklån. Dette gjelder selvfølgelig for prosjekter som gir positiv avkastning.

Investorer oppnår eierskap i bedriften og vil med dette også kunne kreve innflytelse. I tilfeller hvor det er uoverenstemmelser som ikke kan forseres, kan bedriften bli nødt til å kjøpe ut investoren. Dersom investoren har kjøpt en veldig stor eierandel, vil de opprinnelige eierne av bedriften kunne være nødt til å gi fra seg kontrollen.

Dersom bedriften i utgangspunktet ikke er børsnotert, kan det kreve svært mye ressurser å få på plass nødvendig dokumentasjon og orden i organisasjonen for å kunne utarbeide salgsmateriell. Dette gjelder både om de velger og børsnoteres eller om de velger å selge deler av bedriften til valgte investorer. Hvis bedriften velger å selge deler av firmaet til noen utvalgte investorer, vil dette også kreve mye ressurser. Samtidig som bedriften skal utarbeide salgsmateriell, få på plass rett dokumentasjon og orden i organisasjonen skal de jo også drive "business as usual" og helst øke omsetningen. Når denne prosessen går over 6-18 mnd vil det kunne føre til slitasje i organisasjonen.

Dersom bedriften allerede er børsnotert, vil dette være en enklere prosess. Ulempen her vil jo derimot være at de eksisterende aksjeeierne vil eie en mindre "del av kaka" etter aksjeutvidelsen, og en har mindre kontroll over hvem som går inn som aksjonær/investor.

4.6.3 Fordeler med gjeldsfinansiering:

Ved gjeldsfinansiering har kreditoren ingen eierskap i bedriften og derfor ingen innflytelse på hvordan forretningen blir drevet. Bankene kan i enkelte tilfeller legge krav for kapitalstrukturen og maksimumsgrense for annen gjeldsfinansiering, men dette er kun lånevilkår for de enkelte lånene. Bedriften kan når som helst skaffe annen finansieringskilde for å unngå kravene.

Ved lånefinansiering kan en oppnå gearing-effekt. Dette vil si at dersom en investerer i et prosjekt med forventet avkastning på 10% , vil en kunne få større avkastning hvis en låner opp og doubler investeringen. Dette avhenger selvfølgelig av at investeringen gir høyere avkastning enn lånerenten justert for inflasjon og skatt.

Når lånet er tilbakebetalt, er forretnings samarbeidet slutt. Dette kan være kort tids samarbeid eller samarbeid over lengre sikt. Fordelen her er muligheten til refinansiering dersom en er misfornøyd med vilkårene i avtalen.

Renteutgiftene kan gjøres forutsigbare ved fastrente og renteutgiftene utløser skattefradrag.

4.6.4 Ulemper med gjeldsfinansiering:

Tilbakebetalingen ved enten lån i bank eller obligasjonslån er fastsatt. Dersom bedriften ikke klarer sine månedlige utgifter, vil kreditor kunne kreve tvangsoppløsning. Bedriften har selvfølgelig mulighet for refinansiering, men dette avhenger av at banken eller obligasjonseierne godkjenner det.

Med for stor gjeldseksposering vil bedriften kunne få likviditetsproblemer. Den vil da få problemer med å betale månedlige renteutgifter, avdrag på lånet og komme i likviditetsvansker. Bedriften kan få negativ kontantstrøm og dermed ha problem med å betale løpende renteutgifter og avdrag på lånet. Videre kan høy gjeldsgrad føre til nedgradert kredittrating og dermed gi problem med å hente kapital, og prisen på kapitalen de henter vil bli dyr.

Med høy gjeldsandel vil bedriften være utsatt i lavkonjunktur. Som vist i kapittel 2.2 figur: 3 øker marginene ved lavkonjunktur. For lånekunder vil dette kunne medføre at samtidig med at inntjeningen synker, stiger risikopåslaget på lånet.

Hvis store deler av overskuddslikviditeten blir brukt til å betale løpende utgifter og nedbetaling på gjeld blir det mindre overskuddskapital til eventuell ekspansjon. Dette kan bremse veksten og bedriften kan gå glipp av lønnsomme investeringer.

En bank tar pant i eiendeler som bygninger, fordringer og kontanter med mer. Dette fører til heftelser ved eiendeler som begrenser bruken av dem.

4.7.0 Regelverk:

Forretningsbanker og sparebanker reguleres separat gjennom henholdsvis Forretningsbankloven (1961) og Sparebankloven fra (1961). Videre reguleres begge hovedsakelig gjennom Finansieringsvirksomhetsloven (1988).

For begge selskapsstrukturene ligger det krav om konsesjon fra finansdepartementet som stiller nærmere krav om organisasjon, kapitalisering og stiftere.

Dersom bankene ikke opprettholder sine forpliktelser, gir det store samfunnsmessige konsekvenser. Derfor reguleres de enkelte forpliktelsene i særskilte lover: ⁶⁸

- Betalingssystemloven (1996)
- Banksikringsloven (1996)
- E-pengeforetaksloven (2002)
- Personopplysningsloven (2000)
- Vergemålsloven (1927)
- Angrerettloven (2000)
- E-handelsloven (2003)
- E-signaturloven (2001)
- Kredittkjøpsloven (1985)
- Valutaregisterloven (2004)

Finanstilsynet fører tilsyn med at banker overholder gjeldende regelverk, med myndighet delegert fra finansdepartementet. Dette gir dem blant annet rett til å gi konsesjon til oppstart av bank, forhøyelse/nedsetting av aksjekapital og adgang til å fastsette vedtekter for styret i sparebanker m.m. ⁶⁹

⁶⁸ www.fno.no

⁶⁹ Regjeringen - Finansmarkedene

Bankenes kapitaldekningskrav ligger regulert i Kapitalkravforskriften (2006) som endres etter gjeldene EØS-regelverk.

Ved brudd på regelverket kan bankene i ytterste konsekvens få konsesjonen inndradd.

4.8.0 Skyggebanker

Med stadig ny og strammere regulering av bankene blir det flere aktører med udekket kapitalbehov. Dette gir grobunn for en ny uregulert bankvirksomhet, skyggebank. Denne sektoren driver kredittformidling og banklignende tjenester utenfor den regulerte bank- og finanssektoren. De opptrer, som bankene, som mellomledd mellom låntaker og markedet hvor de gir finansieringsmuligheter og alternativ til tradisjonelle bankinnskudd. Disse virksomhetene er ikke dekket av innskuddsgarantien eller sentralbankens ”lender of last resort”-funksjon som er ordning hvor sentralbanken bytter statsobligasjoner mot foretaksobligasjoner for å redde systemviktige banker.

Eksempel på skyggebanker: ⁷⁰

- Investeringsfond, som for eksempel hedgefond eller pengemarkedsfond.
- Finansieringsforetak og kredittforetak som yter kreditt og som stiller garantier.
- Forsikringsselskap som stiller garantier for låne- og kredittprodukter

Dette markedet gir finansielle muligheter og alternativer, men det kan også utgjøre en systemrisiko⁷¹ og trussel mot finansiell stabilitet. Skyggebankene møter samme risiko som tradisjonelle banker, enkelte av dem er finansiert svært kortsiktig, med en risiko om at store beløp plutselig vil kunne bli krevd innløst. Virksomheter kan opparbeide seg høy og skjult belåningsgrad som ikke reguleres av myndighetene og deler av den regulerte bankvirksomheten kan flyttes til den uregulerte skyggebankvirksomheten for å unngå regelverket.

Separat sett gir det ingen samfunnsmessige utslag om en skyggebank går konkurs. De har ikke de samme samfunnsoppgavene som de ordinære bankene har. Her er det kun investorene som evt. taper penger. Problemet starter i det dette uregulerte markedet vokser. Rådet for finansiell stabilitet (FSB) anslår grovt at størrelsen på skyggebankenes virksomhet globalt er 51.000 mrd EUR i 2011, noe som tilsvarer 25-30 % av det samlede finansielle systemet og halvdel av

⁷⁰ Advokatkontoret Selmer, fagartikkel

⁷¹ Regjeringen - Systemrisiko er risiko for ubalanse i tilbudet av finansielle tjenester på bakgrunn av problem i hele eller deler av finanssystemet. Kan føre til realøkonomiske svingninger

alle bankaktivitetene.⁷² I Norge har man et bredt regelverk for banklignende virksomheter, og for verdipapir og forsikringsselskaper, derfor er det formodentlig ikke stor fare for at dette markedet skal komme ut av kontroll.

EU-kommisjonen la i 2013 frem et forslag til mer og bedre regulering av skyggebankene. Blant annet skal pengemarkedsfond ha 3 % av samlede innskudd klar til utbetaling på kort sikt.

Selv om skyggebanker ikke vurderes som en direkte trussel i Norge, vil vi allikevel kunne bli rammet dersom det kommer ut av kontroll i resten av verden. I Kina er dette markedet vokst seg stort, og Standard & Poor påpekte senest i vår at Kina burde ta tak, og få kontroll over skyggebankene. Den danske politikeren og medlem av Europaparlamentet, Emilie Turunen mener at skyggebankene kan være det som utløser den neste finanskrisen⁷³.

⁷² Europakommisjonen "skyggebanker og pengemarkedsfonde" (2013)

⁷³ Emilie Turunen – (2013) "Skyggebankene kan skabe den næste finanskrisen"

5.0 Teoretisk perspektiv

5.1.0 Tidligere forskning

Det er tidligere gjort lite forskning som sammenligner det indirekte finansmarkedet (bank) og det direkte finansmarkedet (obligasjonsmarkedet) her i Norge. Markedene og markedskreftene fungerer tilnærmet likt over landegrensene. Derfor presenteres det her forskning fra Europa og USA for å kunne gi et teoretisk perspektiv til funnene som vises senere i analysen.

5.1.1 Bankfinansiering eller obligasjonsfinansiering

De største fordelene med bankfinansiering er at bankene er mye flinkere å løse informasjonsproblemer, Boot og Thakor (2008)⁷⁴. Bankenes nærhet til kundene gir en kontinuerlig informasjonsutveksling, som reduserer problemet med asymmetrisk informasjon. Til motsetning holder direktemarkedet långiverne på en armlengdes avstand slik at de ikke har samme innsynet som bankene. Bankenes informasjonsinnhenting utløser agentkostnader som reduserer attraktiviteten til banklån. Boot og Thakor (2008) belyser videre problematikken ved at kundene blir låst i egen bank ved en nær bankforbindelse. Denne problematikken er tidligere omtalt i oppgavens kapittel 4.2.3. De påpeker videre at bankene og markedene er blitt mer integrert og avhengig av hverandre. Banker har en økende avhengighet til direkte markedet både som egen finansieringskilde og som verktøy for å lage ulike sammensatte produkter til sine kunder. Dette kan være produkt som reduserer risiko eller produkt for å øke avkastningen. Det er denne avhengigheten Boot og Thakor (2008) mener utløser reguleringsproblemer overfor bankene.

5.1.2 Interaksjonen mellom direkte markedet og det indirekte markedet

Det finnes omfattende forskning som omhandler interaksjonen mellom bankfinansiering og obligasjonsfinansiering. Her har forskerne et todelt syn. Boot og Thakor (2008) legger vekt på at det direkte markedet og det indirekte markedet konkurrerer. Dette vil si at en vekst i det ene markedet vil være på bekostning av det andre. Dette får de støtte for, fra Allen og Gale (1997)⁷⁵. Sistnevnte finner også at i ett finansmarked uten mellommenn (banker) vil det være underinvestering i sikre investeringer og at en derfor trenger både direkte og indirekte markeder for å få markedslivevekt.

⁷⁴ Boot, A.W. og Thacker A. W., - (2008) *"The accelerating integration of banks and markets and its implications for regulations"*

⁷⁵ Allen, F. og Gale, D. - (1997) *"Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing"*

Ogena og Smith (1998)⁷⁶ har funnet at bedrifter som velger å ha forhold til flere banker reduserer problemet med å bli ”låst” i egen bank. Deres resultater viste også at bedriftene med denne løsningen totalt sett kunne få dårligere tilgang til kapital.

Annen litteratur har også belyst potensialet i at det indirekte markedet og det direkte markedet er komplementære. Diamond (1991)⁷⁷ presenterer en livssyklus effekt og viktigheten av et godt rykte i markedet. Han hevder at bedriftene i oppstarten låner penger gjennom bank, mens de ofte går over til å låne penger direkte i markedet etter hvert som de har fått et godt rykte. Hans hovedfunn går på at når selskapene er fra lavt til middels kredittrtet, vil de søke lån i bank. Dette er bedrifter som har mindre rykte å tape, derfor er det viktig med overvåking fra mellommann. Bedrifter som er ratet fra middels til topp har mer å tape og trenger derfor mindre overvåking. Disse bedriftene skaffer seg billigere kapital i markedet selv på grunn av sitt gode rykte. Motivasjonen for å holde kredittratingen, og sitt eget rykte i markedet på topp er reduserte marginer på lånet.

Song og Thackor (2008)⁷⁸ finner tre typer interaksjon mellom banker og direkte markedet. Det første er at de konkurrerer om kundene, det andre er at de utfyller hverandre og er komplementære, og det tredje er at de utvikler seg sammen. Hovedelementene i denne tredimensjonale samhandlingen er bankenes verdipapirisering⁷⁹ samt bankenes kapitalbehov. Deres funn argumenterer for at den tette interaksjonen mellom markedet og bankene fører til at dersom ett av markedene utvikler seg, vil det andre følge etter. Som Diamond (1991) påpekte, fant også Song og Thackor at de mest risikofylte bedriftene valgte bankfinansiering mens de sikre bedriftene valgte obligasjonsmarkedet.

5.1.3 Hvordan velger bedriftene gjeldskilde

Det finnes også tidligere forskning på hvordan bedrifter velger mellom alternative gjelds kilder. Fra et teoretisk perspektiv vil de ulike bedriftenes beslutningsgrunnlag, om hvorvidt de skal finansiere seg gjennom bank eller direkte i markedet, avhenge av agentkostnaden, asymmetrisk informasjon⁸⁰ og refinansieringsmulighet.

⁷⁶ Ogena, S. og Smith, D - (1998) *“Bank Relationship: A Review”*

⁷⁷ Diamond, D. – (1991) *“Monitoring and reputation: The choice between bank loans and private placed debt”*

⁷⁸ Song, F. og Thackor, A.V. - (2008). *«Financial architecture and the co-evolution of banks and capital markets»*

⁷⁹ Bankene setter sammen pakker av lån og selger dem enten hele, eller i små deler i markedet

⁸⁰ Altunbas, Y. Kara, A. og Marques-Ibanez, D. – (2009) *“Large debt financing, syndicated loans versus corporate bonds”*

Cantillo og Wright (2000)⁸¹ undersøkte hvilke bedrifter som lånte penger gjennom bank og hvilke typer bedrifter som gikk direkte i markedet for å hente kapital. Videre undersøkte de hvilke parameter som var viktig når bedrifter valgte gjeldskilde. Resultatene deres viste at store sikre bedrifter med mye kontanter hadde en tendens til å låne penger direkte i markedet. Her holder bedriftene investorene på en armlengdes avstand, noe som tiltrekker bedrifter som har lite behov for tilrettelagte og risikoreduserende produkter som en bank kan tilby. Deres undersøkelse viste også at når en bedrift først er kommet inn på obligasjonsmarkedet, blir en der selv etter deres kredittverdighet er redusert til et nivå som ligger under det opprinnelige nivået de hadde da de gikk inn i obligasjonsmarkedet. Dette blir begrunnet med at etter bedriftene er gått inn i obligasjonsmarkedet, er informasjonsasymmetrien sterkt redusert. Bankenes fordel som informasjonsinnhenter er forsvinner. Årsaken til denne sammenhengen er de mulig fremtidige pålagte krav om refinansiering som ligger i banklån. Dersom kredittverdigheten til en bedrift forverrer seg i løpet av lånets løpetid vil en bank kunne kreve reforhandlinger. I denne situasjonen er det billigere for en bedrift å holde på obligasjonslån som ble priset på et tidligere tidspunkt, da kredittverdigheten var bedre. Et annet interessant funn de gjorde, var at familiebedrifter og bedrifter med tett involverte eiere, var med tilbøyelige til bankfinansiering enn obligasjonsfinansiering. Dette strider i mot tidligere forskning på feltet.

Denis og Mihov (2003)⁸² støtter de foregående forskerne i at det er kredittverdigheten og kredittkvaliteten hos låntakeren som bestemmer hvilket marked de låner kapital. Deres funn viser, som tidligere forskning, at bedrifter med solid kapital og lav konkursrisiko foretrekker obligasjonsmarkedet, mens bedrifter med lavere kredittkvalitet og kredittverdighet foretrekker bankfinansiering. Valget av gjeldskilden er sterkt linket til kreditthistorikk, kredittverdighet og størrelse på bedriften. Store bedrifter har større tilbøyelighet til å låne penger direkte i markedet. Dersom bedriftene har høy gjeldsgrad, vil de i følge Denis og Mihov (2003) foretrekke banklån, fordi høy gjeldsgrad gir et dårligere rykte i markedet.

⁸¹ Cantillo, M og Wright, J. – (2000) "How do firms choose their lenders? An empirical investigation"

⁸² Denis, D. og Mihov, V. – (2003) "The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings"

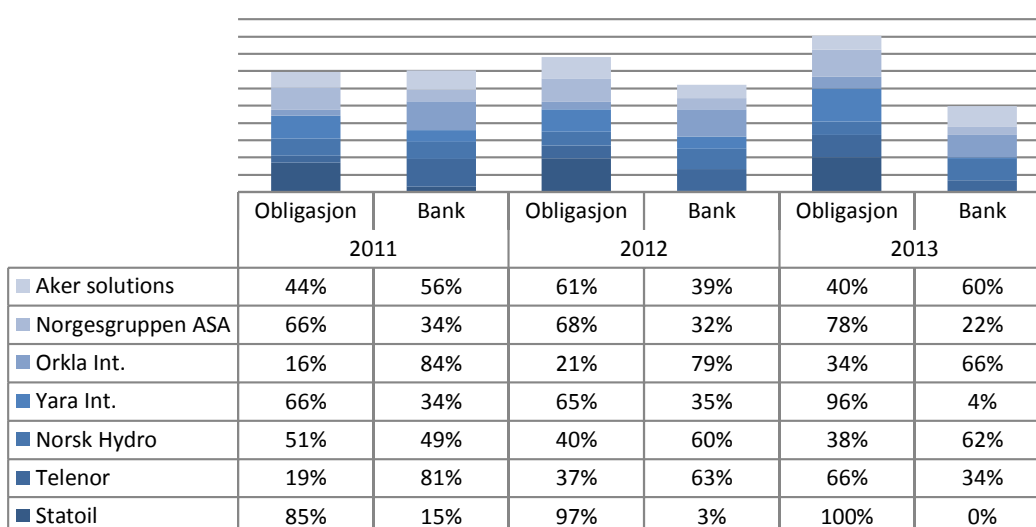
6.0 Analysen

6.1.0 Dagens situasjon og utviklingen til nå

For å kunne gjøre noen tanker om hvordan fremtiden vil bli, er det viktig og først finne ut hvor vi er i dag. Vi må vite noe om hvordan fordelingen mellom obligasjonsfinansiering og bankfinansiering er i dag og hvordan utviklingen har vært.

I gjeldsmarkedet er finansiering gjennom bank og obligasjonsmarkedet blitt hovedkilden til finansiering for store bedrifter. I begge markedene kan bedrifter låne store volum på kort, mellomlang og lang sikt. De fleste bedriftene som tar opp obligasjonslån, har banklån i tillegg. Nedenfor viser en oversikt over fordelingen til noen av de største norske selskaperes finansieringskilder de fire siste år. Verdt å merke seg er at det er store omkostninger i forbindelse med å gå ut i obligasjonsmarkedet, fremfor å låne i bank. Utarbeidelse av dokumenter og eventuelt rating-omkostninger er tids- og kapitalkrevende. Derfor vil større bedrifter i sterkere grad kunne bruke obligasjonsmarkedet som finansieringskilde framfor mindre bedrifter. Norske utstedere i obligasjonsmarkedet har en markedsverdi større enn NOK100mill, et overfall av bedrifter har faktisk også større markedsverdi enn NOK1mrd.⁸³

Figur 10: Utvikling mellom banklån og obligasjonslån for et utvalg store bedrifter i Norge



Utformet av forfatter Kilde: selskaperes årsregnskap

⁸³ Bloomberg

Her kan en se at Norsk Hydro og Aker Solutions er de eneste som reduserer obligasjonsandelen i gjeldsporteføljen sin mens Statoil er gått over til å bli fullfinansiert i obligasjonsmarkedet. Det er viktig å merke seg at figuren viser kun endringer i forholdet mellom gjeldsinstrumentene og ikke om årsaken til endringen. Eksempelvis har Orkla nærmest halvert gjelden sin i tidsrommet, mens Yara har betalt ned bankfinansieringen sin kraftig. Ingen av disse to har nytegninger i obligasjonsmarkedet i perioden. Modellen er kun en liten pekepinn på hvordan fordelingen er i noen få reelle eksempler.

Som nevnt i kapittel 2.0 har bedrifter i USA tradisjonelt sett finansiert seg gjennom obligasjonsmarkedet mens Europa har finansiert seg gjennom bank. En tommelfingerregel har vært at i Europa ligger forholdet mellom bankfinansiering og obligasjonsfinansiering på 70/30 bank/obl. mens det er motsatt i USA. I figur 10 "Utviklingen mellom obligasjonslån og banklån for et utvalg store bedrifter" ser vi at på bedriftsnivå finnes det store individuelle forskjeller på hvilket marked de finansierer seg i. I tillegg kan det nevnes at store norske konsern som Reitangruppen og Seadrill Ltd. finansierer seg henholdsvis 100% og 70% med banklån⁸⁴. Dette underbygger Cantillo og Wright's argumenter om at familiebedrifter og bedrifter med høy involvering av eier foretrekker banklån. Dette kan skyldes at familiebedrifter ønsker en mer "lukket" bedrift.

Å tallfeste hele markedet for obligasjonsfinansiering og bankfinansiering for norske bedrifter under ett, er vanskelig. Norske bedrifter finansierer seg gjennom norske og utenlandske banker og obligasjonsmarkeder. Det norske obligasjonsmarkedet utsteder obligasjoner til både norske og utenlandske selskap. Det nærmeste en kan komme med begrenset tid og ressurser, er å prøve å gjøre et anslag.

Det norske obligasjonsmarkedet registrert i VPS utgjør NOK 1.704 mrd⁸⁵. Finansielle foretak utgjør den største parten av dette. DNB markets regner at ikke-finansielle foretak har utestående NOK 340 mrd i det norske obligasjonsmarkedet, men problemet her er at det omfatter både innenlandske og utenlandske selskap. Men hvis vi tar utgangspunkt i 340mrd som størrelse på obligasjonsmarkedet. Hvilken bankstatistikk skal den sammenlignes med? Ut fra SSB's K2⁸⁶ har ikke-finansielle foretak utestående gjeld på NOK 979 mrd. Dette gir en fordeling mellom bankfinansiering og obligasjonsfinansiering på 74/26 (bank/obl.) Denne bankstatistikken

⁸⁴ Årsrapporter selskaper

⁸⁵ Magnus Vie Sundal, DNB Markets

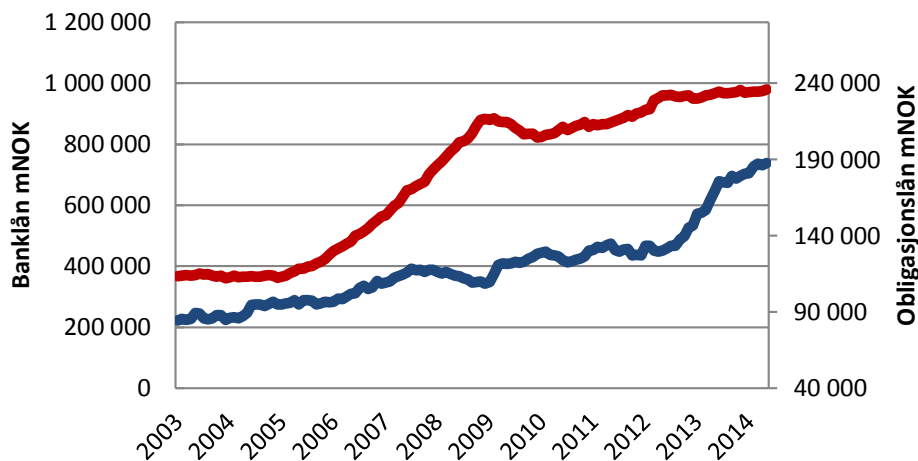
⁸⁶ Kredittindikator

inneholder også utenlandske foretak, men sannsynligvis er det ikke helt epler og epler man sammenligner.

Dersom man bruker SSB/K2 for både bankmarkedet og for obligasjonsmarkedet vil man i hvert fall riktig sammenligningsgrunnlag. Dette er bedrifters lån i norske banker og i obligasjonsmarkedet. SSB sine beregninger vurderer det norske obligasjonsmarkedet til å være på NOK 188 mrd. Verdt å merke seg er at denne statistikken ikke inneholder Statoil og flere bedrifter som kun benytter utenlandsk obligasjonsmarked. Dette betyr at også denne statistikken også blir noe snever.

Sett at vi allikevel benytter oss av denne sammenligningen mellom bedrifters bankfinansiering og obligasjonsfinansiering finner vi at vi at forholdet ligger på 84/16 (bank/obl) med en utvikling som vist i figur 11. Vi ser også at det har vært vekst i begge markedene, dog størst vekst i obligasjonsmarkedet.

Figur 11: Ikke-finansielle foretaks bruttogjeld i mNOK



Utarbeidet av forfatter
Kilde: SSB/K2

— Banklån — Obligasjonslån

I følge PWC hentet britiske bedrifter i starten på 2013 ca 52% av kapitalen sin i obligasjonsmarkedet og ca 48% gjennom bank⁸⁷. Dette viser at EY's prognoser om at obligasjonsmarkedet i England ville overskride bankmarkedet i 2012 stemte. Dette viser at innen Europa er det også store forskjeller i denne fordelingen. Det ser ut til at størrelsen på markedene har en sammenheng på hvor utviklet de er i obligasjonsmarkedene.

⁸⁷ PwC – "Bank lending appetite helps borrowers obtain financing"

Den nøyaktige brøken på hvor vi er i forholdet mellom bank og obligasjonsmarkedet i Norge er ikke avgjørende, vi kan slå fast at vi mest sannsynlig ligger et sted mellom 15-26% obligasjonsfinansiering. Det mest interessante, for å kunne si noe om fremtiden og hvorvidt Norge og UK vil kunne komme på nivå med USA, er utviklingen fremover. I følge SSB's kredittindikator er bankenes utlånsvekst for de siste 12 mnd pr mai 2014 på 3,7 % mens veksten i obligasjonsmarkedet er 13,7 %. Dette viser at selv om bankfinansieringen er hovedkilden til finansiering for norske bedrifter i dag vil det med denne utviklingen føre til endringer i forholdet fremover. Spørsmålet som reises i denne oppgaven er om utviklingen vil gå så langt at banker blir overflødig for store norske bedrifter.

6.1.1 Utviklingen i Norge i forhold til UK

Det britiske markedet ser nedadgående trend på marginer på både banklån og obligasjonslån⁸⁸. Spesielt i HY markedet er dette signifikant. Både Bank of England's undersøkelse og Deloitte sin årlige CFO undersøkelse⁸⁹, blant Englands's største bedrifter, fant at tilgjengeligheten på kapital hadde en oppadstigende trend. Bedriftene har seks kvartal på rad meldt om økt tilgjengelighet på kapital. Trenden på både tilgjengelighet og pris på kapital vil fortsette i samme retning. Et interessant funn, gjort av Deloitte viser at lederne i de største selskapene mente at den mest attraktive finansieringskilden for bedriftene fremover, var bankfinansiering.

Som nevnt ser det ut til at både Norge og UK har den samme utviklingen, selv om Norge fortsatt har en lavere prosent obligasjonsfinansiering i forhold til England.

Utviklingen i obligasjonsmarkedene har steget kraftig etter finanskrisen og den påfølgende eurokrisen. I denne perioden opplevde det engelske markedet en bråstopp i bankfinansieringen, noe som førte nye utstedere ut i obligasjonsmarkedene. Bedriftene fikk altså en push/pull-effekt. Investorene foretrakk å investere direkte i bedriftene fremfor bank, og bankene strupte utlånene. Her i Norge holdt ikke bankene så sterkt tilbake. Så snart sjokket fikk lagt seg og regjeringen kom "på banen", var de nesten tilbake til normal praksis, dog med litt høyere risikoaversjon. Den norske regjering fikk senere internasjonal berømmelse for deres raske tiltak mot bankene og muligheten de ga bankene om å bytte selskapsobligasjoner mot statsobligasjoner. Vår regjering var nok også en av de færreste regjeringer som hadde mulighet for en så rask gjennomføring av finans-/pengepolitikk. Norge har et godt og utviklet banksystem med trygge banker, så bedriftene ikke blir "tvunget" ut i obligasjonsmarkedet. En kan lese i figur 4,

⁸⁸ Bank of England - «Credit Conditions Survey»

⁸⁹ Deloitte – «2014 outlook: Expansion, investment and hiring»

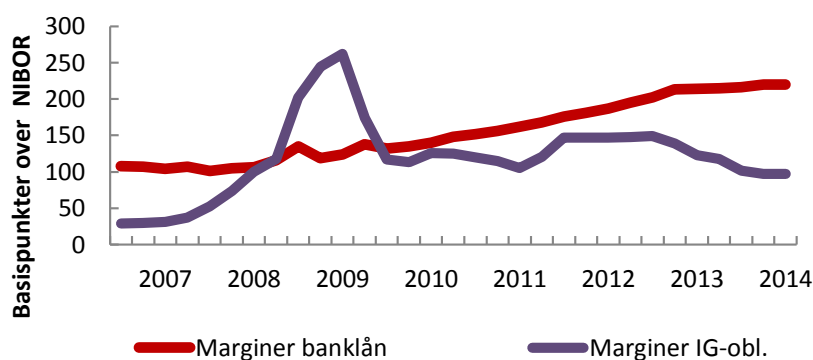
”bankenes egenkapitalavkastning”, at norske banker gjennom hele finanskrisen har hatt positiv egenkapitalavkastning.

6.2.0 Elementer for valg av finansieringskilde

Dersom vi trekker tråden til tidligere undersøkelser i forhold til hva som bestemmer hvilke finansieringskilder bedriftene skal velge, er pris den viktigste enkeltfaktoren, deretter kommer informasjonsasymmetri og refinansieringsmuligheter.

Dersom vi starter med prisen, og sammenligner utviklingen på marginene for henholdsvis banklån, og obligasjonslån for investmentgrade obligasjoner, vil en se at prisen siden midten av 2011 har utviklet seg i hver sin retning.

Figur: 12 Historiske marginer for banklån og IG-obligasjoner



Utarbeidet av forfatter

Kilde: DNB markets og årsregnskaper for DNB

I figur 12 sammenlignes historiske marginer over 3 mnd Nibor for henholdsvis bank og obligasjonslån. Det finnes ikke tilgjengelig tallmateriale for banklån som spesifikk tilsvarende IG obligasjoner. Jeg antar at store selskaper er overrepresentert i gruppen IG-ratet selskaper, derfor bruker jeg DNB sine historiske spreadnivåer for lån til store selskaper hentet fra regnskapet. Som nevnt bruker jeg DNB som referanse for banknæringen på grunn av størrelse og markedsandel. Ut fra figuren ser vi at fra 2011 har marginene i obligasjonslånene sunket jevnt, mens marginene på banklån har steget.

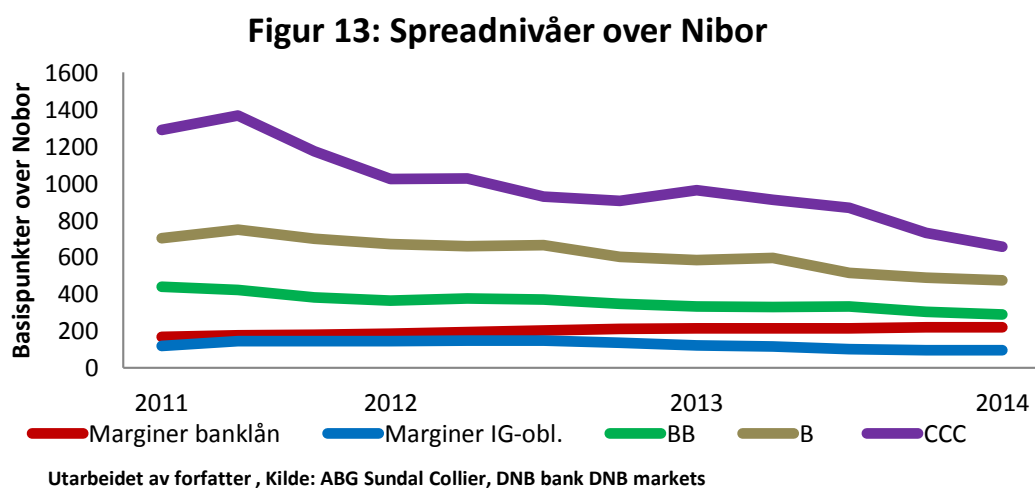
De siste 10 årene har det vokst frem et stort marked i Norge for selskapsobligasjoner med høy risiko. Såkalte High Yield(HY) obligasjoner. De største high yield utstederne i Norge er Eksport Finans, Seadrill, Norske Skog, Rec og Aker Solutions. Dette er kapitalintensive selskaper som

opererer i volatile bransjer med høy risiko, 60% av HY markedet i Norge er oljerelatert. DNB markets regner at HY markedet nå er like stort som IG segmentet, men det vokser raskere. DNB anslår at HY markedet steg meg 38% i 2013 fra NOK 21,8 mrd til NOK 30 mrd⁹⁰. Dette er en motsetning til funnene Diamond (1991), hvor han fant bekræftelse på at lavt kredittråttet selskaper finansierte seg gjennom bank.

Selskaper som blir ratet som HY selskaper har høyere konkurrisiko enn IG selskaper. Ved å velge å utstede obligasjoner i stedet for å ta opp banklån, vil disse selskapene slippe de månedlige avdragene som banken ville krevd. Et stort serielån med avdrag og høy risikomargin vil kunne kvele likviditeten til et selskap som i utgangspunktet blir ansett som den finansielt svakeste delen av bedriftsmarkedet. Som HY vurdert selskap, vil de nok neppe være den lille delen som kan avtale avdragsfrihet i banken.

For at disse risikoselskapene skal kunne låne i obligasjonsmarkedet, må det være investorer som ønsker å investere. I Norge har vi en stor andel investorer som jakter avkastning. Med rekordlave renter over lang tid og rentebaner fremover som gir grunn til å tro at dette skal fortsette, er høy risiko det obligasjonseierne kan gjøre for å få avkastning på pengene sine. HY obligasjonseierne høye avkastning de senere årene skyldes blant annet minimalt med mislighold fra utsteders side, noe som er avgjørende for at investor skal få utbetalt kupongrente og hovedstol ved forfall. I 2013 var det totalt 25 misligholdte obligasjonslån fordelt på 14 utstedere⁹¹. Videre har reduserte kredittmarginer gitt kursgevinst til investorene.

Figur 13 viser marginutviklingen for både HY, IG og banklån.



⁹⁰ Sundal, Magnus Vie – (2014) "2014 set to build on the exceptional 2013"

⁹¹ Sundal, Magnus Vie (2014) "2014 set to build on the exceptional 2013"

Her ser vi at det har vært en utvikling de siste fire år hvor spreadnivåene har nærmet seg hverandre. En kan se at i 2014 finner vi samme risikopremie på en CCC-ratet obligasjon som det er på en B-ratet obligasjon for bare ett år siden. Utstederne nyter godt av investorenes jakt på høy avkastning. Etter en gjennomgåelse av det europeiske obligasjonsmarkedet ble det avdekket at de gjennomsnittlige lånekravene for HY obligasjoner er blitt betydelig mildere den siste tiden⁹². Med dette risikerer man at dagens obligasjonspriser ikke reflekterer den underliggende kredittrisikoen. Med mildere lånekláusuler får bedriften mer fleksibilitet til å øke gjelden. Haseeb Syed, analysesjef i ABG Sundal Collier skriver i en kronikk i DN 15.04.2014, at fleksibiliteten ved svake lånekláusuler er høyt verdsatt av selskapene. Ofte så høyt verdsatt at de er villige til å gi avkall på relativt billigere banklån for å kunne forholde seg til mindre rigide krav i obligasjonsmarkedet. Begrensingene i HY selskapenes belåningsramme er de lånekravene det lempes mest på. Risikoappetitten synes å være høyere enn redselen for rente hopp og mislighold. Med gode fremtidsutsikter økes sjansen for at selskapenes gjeldsbelastninger ikke blir betydelig forverret med det første.

6.3.0 Mulige årsaker til utviklingen

6.3.1 Årsaker til marginutviklingen for banklån

Det er de senere årene blitt dyrere å drive bank. Siden inntjeningen til bankene ligger i marginene er det her de må justere når de trenger mer kapital. Med strengere reguleringer og kravene til oppbygging av kjernekapital og buffere, må enten marginene økes eller så må bankene redusere omfanget av kapitalkrevende produkter. Bankene velger ofte å kvitte seg med kapitalkrevende produkter som ikke tilhører kjernevirksomheten deres, som derivater av ulike slag.

Likviditetskravene binder store mengder likvid kapital som gir svært lav avkastning. Kapitalkravene hindrer også i en viss grad bankene i å ekspandere med lånt kapital, noe som reduserer bankenes vekstmuligheter.

Bankene har siden finanskrisen måtte betale høye priser for sine egne obligasjonslån, og i følge DNB markets ligger rentemarginen mellom innlån og utlån på ca 100 basispunkter. Dette betyr at dersom bedriftene som trenger lån har samme kredittrating som bankene, vil det være billigere for dem å gå direkte i markedet i stedet for å betale rentemargin til banken.

⁹² DN: Haseeb Sayed, Analysesjef for kredittobligasjoner i ABG Sundal Collier "Lavere krav til låntagere" (15.04.2014)

DNB er siden 2007 blitt nedgradert av Moodys 3 ganger; fra AAA til A+. Etter finanskrisen og konkursen i Lehman Brothers, innså markedene at bankene slett ikke var ”too big to fail”, og regjeringene har fulgt opp med å understreke at bankene ikke kan regne med å bli reddet igjen. Sammen med usikkerheten rundt bankenes fremtidige inntjening på grunn av strenge kapitalkrav, ser bankenes fremtidsutsikter som finansieringsobjekt litt mer usikre ut enn de gjorde før finanskrisen.

På Moodys siste oppdatering på norske banker var det ingen nedgraderinger, men alle de største bankene som DNB, Sparebank 1 SR bank, Nordea Norge og Danske bank hadde negativ forventet utvikling. Om det vil føre til ytterligere nedgraderinger vil tiden vise.

6.3.2 Årsaker til marginutviklingen for obligasjonslån

De fleste av de store selskapene har beholdt sin kredittrating gjennom finanskrisen, noe som har ført til at de henter penger billigere i markedet enn bankene. Det er stort sett bare de bedrifter som opererer i volatile bransjer som er blitt nedgradert, eksempelvis Aker Solutions. Stabile fremtidsutsikter for de fleste obligasjonsutstederne sammen med høyere avkastning i obligasjonsmarkedet enn i rentemarkedet de siste årene, har gjort obligasjonsmarkedet interessant for investorene. På grunn av den store pågangen må de stadig godta og få dårligere betalt for risikoen de tar.

6.3.3 Andre årsaker til utviklingen mellom obligasjonslån og banklån

Hvis vi skal finne andre faktorer enn pris som påvirker valg av finansieringskilde er vi nødt til å se på vilkår og kredittvurdering i henholdsvis bankmarkedet og obligasjonsmarkedet.

Dersom vi starter med vilkårene vil vi se at en av de største forskjellene mellom obligasjonslån og banklån er avdragene. Ved store bedriftslån vil avdragene på serielån være tyngende for den månedlige likviditeten. Spesielt dersom bedriften er i en høy risikoklasse som allerede gir høye marginer på renten.

Et obligasjonslån er ikke like overvåket som banklån. Bedriftslån i bank blir overvåket årlig for å se om de holder premissene som er satt i lånekontrakten. De kan kreve reforhandlinger og i verste fall oppheve lånekontrakten. Obligasjonsutstederne blir bare overvåket på om de holder sine betalingsforpliktelser. Dersom en bedrift ikke ønsker denne overvåkingen fra banken vil de tendere til å gå i obligasjonsmarkedet. I motsatt fall hvis de ønsker muligheten for refinansiering, vil de lettere gjøre dette med et banklån.

Som tidligere nevnt i oppgaven finnes det obligasjoner med tilleggskompensasjoner. Tilleggsfunksjonen på obligasjonene er lagt til av en eneste grunn, å redusere de månedlige kupongutbetalingene til utsteder. Det eneste unntaket her er obligasjon med innløsningsrett for obligasjonsutsteder, som gir en tilleggskompensasjon for utsteder. Tilleggskompensasjonene kan være verdifulle for investor og kan være avgjørende for valg av finansieringskilde.

6.4.0 Kredittvurdering i obligasjonsmarkedet vs bankmarkedet

Marginene for både banklån og obligasjonslån avhenger av kredittvurderingen som legges til grunn. Dette har stor betydning for bedriftenes vurdering om hvilket gjeldsmarked de skal finansiere seg i.

6.4.1 Kredittrating ved obligasjonsutstedelse

Ved obligasjonsutstedelse er det kredittratingen som bestemmer mye av marginen. Fremgangsmåten her er stort sett lik enten det dreier seg om rating fra ratingbyrå, eller skyggerating fra et meglerfirma.

Felles for kredittvurderingen til ratingbyråene er at de baserer seg på historiske regnskapstall tall for bedriften samt bransjeutsikter. Standard and Poor har nylig utarbeidet et 78 siders rating direktiv som detaljert beskriver den strukturerte tilnærmingen til rating-dannelsen. Den finansielle risikoen til selskapene som skal rates regnes ut fra forholdet mellom selskapets ulike kontantstrømmer og gjeldsandelen, fordelt etter hvor volatil bransjen er. Aker Solutions har eksempelvis blitt nedgradert to ganger siden 2011 på grunn av bransjevolatilitet⁹³

De tre store kredittratingbyråene bruker ulik fremgangsmåte, men hovedtrekkene er de samme. DNB bruker for det meste S&P sin tilnærming til kredittvurdering, i noen tilfeller bruker de også Moody's tilnærming. Enkelte, deriblant den kjente professoren Damodaran ved Stern School of Business, mener at rentedekningsgrad er det eneste en trenger for å kredittvurdere et selskap⁹⁴.

Bedriftene bestiller og betaler selv for kredittrating hos de store ratingbyråene, Standard and Poor, Moodys og Fitch Rating. Markedet krever ikke rating, men bedriftene betaler normalt 35 til 40 basispunkter høyere margin hvis de ikke er ratet⁹⁵. Ved kredittrating i må alle forhold

⁹³ Boomberg

⁹⁴ Damodaran – (1994) Security Analysis for Investment and Corporate Finance

⁹⁵ Berdal, Tobias 2014 Royal Bank of Scotland

frem i lyset, og informasjonen blir offentlig. Derfor velger noen bedrifter allikevel å være i obligasjonsmarkedet uten å bli ratet. Maersk er et eksempel på dette, de fikk kredittrating først i 2013 og fikk da 40 basispunkter lavere margin bare dager etter ratingen⁹⁶.

Det kan reises spørsmål om hvor riktig det er at bedriftene selv bestiller og betaler denne vurderingen. En bedrift som kjøper rating fra alle de tre store ratingbyråene vil kunne avslutte samarbeidet med den som eventuelt gir dem dårligst rating. Dette svekker investorenes informasjonstilgang.

I Norge er mange obligasjonsutstedere såpass små at det blir for kostbart å kjøpe rating av et ratingbyrå. Norske meglerhus utfører såkalt skyggerating, som i bunn og grunn er lik rating som de store ratingbyråene. Omfanget av denne skyggeratingen er unikt for Norge, og gir finansieringsmuligheter til bedrifter som normalt ikke ville kunne komme inn i obligasjonsmarkedet ved vanlig rating. DNB bruker stort sett S&P sin strukturerte tilnærming til skygge ratingen. Forskjellen her er at det er meglerhusene selv som er kostnadsbæreren for ratingen, dette gjør de for å få satt en risiko på sin portefølje samt gi investorene innsikt i hvilken risiko som tilbys. Skyggerating er samlebetegnelse på rating utført av meglerhus eller andre som ikke er godkjent NRSRO⁹⁷ byrå.

”Det finnes to supermakter i verden – USA og Moody’s” skrev en spaltist i New York Times for 16 år siden⁹⁸. Ratingbyråenes kredittvurderinger påvirker prisen som banker, nasjoner og andre må betale for lån. Finanskrisen og den påfølgende gjeldskrisen avdekket de tre byråenes innflytelse, makt og konsekvensen av deres feilbedømminger. Med toppratingen trippel A ble subprime-lån solgt som sikre investeringer, og ble en viktig årsak til finanskrisen. Det er i etterkant av finanskrisen satt et kritisk blikk på ratingbyråenes rolle, makt og vurderinger. EU satte i juni 2013 i verk et strammere regelverk for kredittratingbyråene. Med de nye reguleringene må byråene selv kunne bli stilt til ansvar hvis de med intensjon eller kritikkverdige vurderinger, setter investorene eller utstederne i ufordelaktig økonomisk situasjon.⁹⁹

Magdalena Grothe i den Europeiske Sentralbanken, undersøkte i 2013 kredittratingens betydning for prisen på selskapsobligasjoner. Hennes funn viste at kredittratingen hadde en

⁹⁶ Bloomberg

⁹⁷ Nationally Recognized Statistical Rating Organization

⁹⁸ www.adressa.no

⁹⁹ European Commition, IP/13/555, 18.06.2013

signifikant påvirkning på prisen på obligasjoner¹⁰⁰. I turbulente tider reagerer markedet kraftigere på nedgraderinger enn i oppgangstider

Undersøkelsen hennes viste også at nedgraderinger generelt hadde større effekt på prisen enn oppgraderinger. Dette kan forklare hvorfor bedrifter er nøye med å unngå å bli nedgradert.

Det er viktig å merke seg at skyggeratingen meglerhus som DNB markets utfører er ikke bankens kredittvurdering i forhold til lån. Dette er rating i av bedriftene som utsteder obligasjonslån. De fleste norske bedrifter som har obligasjonslån, har banklån i tillegg. Ett av få unntak er Statoil som kommer i egen klasse med egen integrert kapitalforvaltning. Med lån i begge markedene blir bedriften kredittrtet for obligasjonslån av meglerhuset og kredittvurdert av banken for banklånet.

6.4.2 Kredittvurdering i forbindelse med banklån

Ulike banker bruker ulike metoder for å kredittvurdere kundene sine. DNB deler kundene inn i risikoklasser fra 1-12, hvor 1 er lavest risiko og 12 er konkurs. Ut fra vekting av ulike parameter¹⁰¹ plasseres kundene i en risikoklasse. Bransjen betyr også mye for vektningen av risikoen. Enkelte bransjer er veldig utsatt og har statistisk sett høy konkurrisiko. Disse bedriftene får naturlig nok en høyere risikoklasse. Lang historikk, gode resultater og stabil egenkapital gir normalt lav risikoklasse¹⁰². Bedriftens ledelses betydning for prissettingen blir vurdert fra sak til sak. Det vil være lettere for banken å imøtekomme en lånesøknad fra en leder/eier de har god erfaring med, som er dyktig og ryddig. Tidligere erfaringer gir trygghet for banken.

Sparebank 1 SR bank scorer kundene sine ut de tre kriteriene: inntjening, tæring og ledelse. Inntjeningen regner de som driftsresultater / årsresultater historisk. Tæring er egenkapitalprosent og under ledelse kommer anmerkninger på selskapet, nøkkelpersonell og revisoranmerkninger¹⁰³.

Elementene i kredittvurderingen for både bankmarkedet og obligasjonsmarkedet er stort sett det samme. Regnskapstall blir bruk for å regne ut hvor stabile bedriftene er, og hvor god likviditet de har til å betjene gjelden sin. Forskjellen på de to er at bankene kan bruke sin

¹⁰⁰ Grothe, M. 2013, Market Pricing of Credit rating Signals, European Central bank, Workingpaper series NO 1623

¹⁰¹ Ikke finansielle kriterier : revisoranmerkninger, alder Soliditet: Egenkapitalprosent utvikling, egenkapitalstabilitet, eiendeler Lønnsomhet: cashflow (rentebærende gjeld), cashflow (stabilitet), brutto fordringer Størrelse: omsetning, egenkapital, rentebærende gjeld, tilbakeholdt overskudd, cashflow1 Arbeidskapital: arbeidskapitalomsetning, current ratio Gjeldsstruktur, og Likviditet: kontanter over gjeld og leverandørgjeld.

¹⁰² DNB- Jan Dag Mæland

¹⁰³ Sparebank 1 SR bank, Øystein Gilje

kjennskap til bedriften med i kredittvurderingen. Dersom en bedrift har fått en stor solid kontrakt vil dette gi mer utslag i kredittvurderingen til en bank, enn ved kredittrating som bare bruker historiske tall.

6.5.0 Hva kan vi forvente oss fremover?

6.5.1 Bankens alternative måte for oppbygging av kapital

Bankene har til nå møtt de økte kapitalkravene med økte marginer på utlån, lavere utbytter og reduserte kostnader. Bankene har også en annen mulighet for å øke kjernekapitalen sin, ved å utstede ny egenkapital. Dette vil trolig være et dårlig alternativ for bankene siden markedene vil da kreve en rabatt på aksjekursen på grunn av usikkerhet på bankens verdi. Investorene ville ved en emisjon kunne tvilt på bankens finansielle situasjon og krevd en risikopremie. Måten å kunne redusert denne ekstra rabatten på aksjene var hvis alle bankene ble pålagt emisjon for å møte kapitalkravene. Så lenge oppbyggingen av bankenes kapital ikke pr dags dato har hindret kredittveksten er dette et lite sannsynlig scenario. Derfor er det grunn til å anta at bankenes nåværende strategi for oppbygging av kapital vil fortette gjennom marginer og kostnadsreduksjon.

6.5.2 Finansiell stabilitet og økonomisk vekst

Bytteforholdet mellom finansiell stabilitet og økonomisk vekst er mye av essensen i bankreguleringene. Det er en smal sak å gjøre bankene sikre, det er bare å øke egenkapitalen, redusere gjelden, ha mye likvid kapital tilgjengelig, overvåke kundene tett og ikke godta høyere gjeldsgrad enn 50%. Dette struper, og mulig reverserer derimot den økonomiske veksten. Videre vil det være god "gjødelse" til skyggebankene i det uregulerte markedet. I akademiske kretser er det en pågående diskusjon i Financial Times, med relativt gode argument for å skille utlånsdelen og innskuddsdelen i bank. Dette vil si at de er separate enheter som ikke kan velte hverandre. Her vil innskudds-banken, som også driver betalingsformidling og pengeutstedelse, bare kunne finansiere seg gjennom sikre statsobligasjoner og sikre renter. Utlånsbanken vil kunne finansiere seg gjennom obligasjonsmarkedet som normalt. Dette er relativt ekstreme virkemidler, men det kan gi en løsning på skjevheten i at innskuddskunder og betalingsformidlingen skal kunne rammes av lite kredittverdige låntakere. I Norge har vi noen av de mest solide og sikre bankene i verden. Derfor vil jeg anta at det er lite sannsynlig at reguleringen vil gå til så ekstreme skritt.

6.5.3 Styrket marketsavdeling

For å kunne møte veksten i obligasjonsmarkedene har allerede de største bankene styrket sine marketsavdelinger¹⁰⁴. Som meglere opererer disse avdelingene mellom kundene og direktemarkedet, men de har ikke risikoen. Siden marketsavdelingene ikke låner penger til kundene, men bare er salgsløst mellom obligasjonsutsteder og investor, utløser ikke dette noe risiko. Marketsavdelingene får bare honorar for mellommanns-tjenesten. Ved å lede låntagerne med de store, langsiktige og kapitalkrevende lånene fra kredittavdelingen, til marketsavdelingen vil bankene redusere de kapitalkrevende lånene fra balansen, og samtidig hente ut marginer. Bankene vil med en sterk markets-avdeling kunne bli med og styre markedene. På denne måten kan de fortsette kjernevirksomheten som er utlån og, fokusere på de produktene de har enerett på. Brolån, kassekreditt og andre fleksible låneinstrument vil ikke kunne utkonkurreres av obligasjonsmarkedet. Dette er produkter som for noen bedrifter er svært viktige. Store High Yield selskaper vil nok mest sannsynlig holde seg i obligasjonsmarkedet, på grunn av for stort press på likviditeten ved avdrag i bank. Med solid marketsavdeling kan banken få ut potensialet også i dette markedet.

6.5.4 Søken etter avkastning

Nedadgående marginer er det sterkeste signalet på investorenes søken etter avkastning¹⁰⁵, med vedvarende lave renteutsikter er det ikke noe som tyder på at dette skal snu med det første. Misligholdsrater ligger på det laveste siden 2007 og etterspørselen er høy etter nye investeringer. Om en trekker tråden til teoriene til tidligere omtalte Allen og Gale som fant at dess mer finansieringen trekkes mot det direkte markedet, jo mer risiko blir tatt. Når investorene søker risiko for avkastning får de etter hvert mindre og mindre betalt for risikoen de tar. Dette viste også grafen i figur 13 "Spreadnivåer over Nibor". I søken etter avkastning kan investorene bli nødt til å lempe på investorbeskyttelsen og/eller investere i mer risikable produkt enn han ellers ville gjort. Hvis det fortsetter i samme trenden, kan det føre til økte misligholdsrater fremover.

6.5.5 Økte andeler utenlandske aktører i det norske markedet

Det norske obligasjonsmarkedet består av både norske, og utenlandske, utstedere og investorer. En må ta i betraktning at inngangskostnaden til obligasjonsmarkedet i for eksempel UK er mye høyere enn i Norge. Både i omfang av dokumenter som må utarbeides, til kostnader med rating osv. I England har dette ført til at små og mellomstore bedrifter har hatt vanskeligheter med å

¹⁰⁴ Bankenes egne meglerhus

¹⁰⁵ Bank of England – (2014) «Credit Conditions Survey»

komme seg inn på obligasjonsmarkedet. Myndighetene der har innført et program som heter FFL¹⁰⁶ som sikrer de engelske bankene trygg finansiering ved utlån til denne gruppen bedrifter. I Norge er inngangskostnaden lavere, både i forhold til dokumentasjon som må utarbeides og rating. Mindre bedrifter kan dermed også komme seg inn på obligasjonsmarkedet. Bedrifter som bare er i det norske markedet blir ratet av meglerhusene selv. Dette kan føre til mer utenlandske utstedere i det norske obligasjonsmarkedet fremover.

6.5.6 Bankens muligheter

Undersøkelsen som avdekket at de øverste lederne i de største Engelske selskapene ser på bankfinansiering som den foretrukne finansieringskilden fremover, tyder på at selskapene ønsker seg en finansiell samarbeidspartner i stedet for og bare hente pengene selv i markedet. Det kan være mange årsaker til dette, men det kan tolkes slik at dersom det ikke er stor forskjell i marginene så vil bedriftene heller finansiere seg gjennom bank. Her har bankene muligheten til å utnytte sin kjernekompetanse og være samarbeidspartner som kan gi skreddersydde løsninger til kundene. Med tett samarbeid mellom bedriftsavdelingene i banken og markedsavdelingen vil kundene få et total-tilbud med den mest mulig optimale kapital- og risikostrukturen. På denne måten kan banken også hjelpe bedrifter, som ikke har sett muligheten i obligasjonsmarkedet, inn i markedet.

7.0 Feilkilder

Det vil alltid være kilder til feiltolking i en undersøkende oppgave som dette. Mye data er hentet inn fra så sikre kilder som mulig, og jeg har etter beste evne tatt de forutsetningene som jeg mener har gitt konsistens til oppgaven.

I denne utredningen har jeg benyttet meg av primærdata som jeg selv har hentet inn fra regnskap, samt sekundærdata som jeg ikke selv har hentet inn. Jeg har så godt som mulig brukt sekundærdata som er hentet til samme formål. Rådata som er fått fra DNB markets og ABG Sundal Collier er data som er hentet inn til samme formål av meglerhusene.

I min utredning har jeg brukt tall fra DNB som referanses for alle bankene. Dette har jeg valgt fordi DNB er markant større enn de andre bankene, men det er nok den største kilden til feil. Videre har jeg i noen sammenhenger brukt få observasjoner for å se på noen sammenhenger. Eksempelvis grafen i figur 3 hvor jeg sammenligner arbeidsledighet mot rentemargin, har jeg bare tatt observasjoner fra 7 år tilbake. Grunnen til at jeg allikevel velger å bruke DNB som

¹⁰⁶ Funding for lending

referanse og få observasjoner noen grafer, er at jeg ser etter trender og ikke spesifikke tall. Jeg tror at de observasjonene jeg har valgt ut til de ulike analysene kan gi et valid svar på hvilken vei trendene går. I denne utredningen er jeg ikke ute etter eksakte tall, men trendene og utviklingen.

8.0 Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å få en oversikt over forholdet mellom de største finansieringskildene, hvordan utviklingen går og hva vi kan vente oss i fremtiden.

Hovedfunnene har vært at det norske obligasjonsmarkedet er i vekst. Obligasjonsmarkedet for bedrifter har steget 13,7% siste 12 mnd mot bankfinansiering. Høyrisiko obligasjoner steg med 38% i 2013, som viser at det er et voksende marked for risiko og søken etter avkastning hos investorer.

Ved å undersøke utviklingen på marginene viste det seg at marginene på obligasjoner var gått markant ned siden 2007, spesielt i høyrente-segmentet, mens marginene på banklån hadde steget i samme periode.

Mulige forklaringer på veksten utviklingen på marginene, er at bankene har siden 2008 blitt nedgradert av kredittrating-byråene. Dette gir dem en dyrere finansiering og fører til at store selskaper som ikke er nedgradert henter penger i markedene billigere enn bankene. Funnene viste at DNB er nedgradert 2 ganger siden 2008, mens de utvalgte store norske selskapene som ble undersøkt hadde med få unntak beholdt kredittratingen sin gjennom turbulente tider.

Andre årsaker til utviklingen er at de nye bankreguleringene med krav om økt kjernekapital, fører til at banken, som lever av marginer, øker disse for å få tilfredstilt kravene.

Videre viste funnene at Norge ligger litt etter i utviklingen mellom bank og obligasjonsmarkedene i forhold til England som jeg sammenlignet oss med. I England overgikk obligasjonsfinansieringen bankfinansieringen i 2012. PWC antok at ved første kvartal 2013 var volumet obligasjonsmarkedet ca 52% av det totale gjeldsmarkedet i England. Mens her i Norge kan en anta at obligasjonsmarkedet finansierer rundt 15-26% av det totale gjeldsmarkedet.

Kredittvurderingspraksisen i obligasjonsmarkedene og bankmarkedet er nesten lik. Det som skiller dem er at bankene i større grad tar hensyn til bedriftens muligheter i fremtiden, og ser seg ikke blind på historiske tall. Bankene tar også hensyn til tidligere erfaringer med kunden.

Fremover må bankene innordne seg det nye markedet, ledere vil bortsatt bruke bank som finansieringskilde. Det som stopper bankfinansiering er marginene bedriftene må betale.

Ut fra fremtidsutsiktene til lederne i de største bedriftene i England, er det et flertall som foretrekker bankfinansiering. Siden driverne i markedene er like over landegrensene vil det være naturlig å trekke slutningen at det samme gjelder norske bedrifter.

Per i dag har vi bare Statoil som er helfinansiert gjennom obligasjonsmarkedet, og størrelsesmessig og eierskapsmessig står de i en særstilling. På grunn av statlig eierskap av trippel A ratede Norge, vil også Statoil få god rating og billige penger i markedet. Det er ikke sannsynlig at mange norske selskaper vil klare å komme dit i løpet av overskuelig fremtid.

På bakgrunn av dette, ledernes syn på bankens attraktivitet samt bankens mulighet til fleksible, individuelle løsninger overfor enkelt-bedriftene kan jeg konkludere med at bankene vil ikke bli overflødige for store norske selskaper i overskuelig fremtid.

8.1 Forslag til videre forskning

Gjennom arbeidet med denne oppgaven har interessante problemstillinger dukket opp. Det kunne vært interessant å undersøke hvor mye bankene tjener på økte kapitalkrav i form av stigning i aksjekursen. Aksjekursen stiger naturligvis når bankene blir mer solide, men spørsmålet hadde vært om hvor mye.

Videre kunne det vært spennende å vite hvor mye det betydelige statlige eierskapet i DNB påvirker beslutninger som tas om regler om for eksempel utbetaling av utbytte i bank. Hvilken påvirkning har dette eierskapet på regjeringens vilje til å regulere bankene, sett i lys av at mindre risiko gir lavere avkastning.

En siste problemstilling som har dukket opp er i forhold til skyggebankene. Hva vil skje dersom denne uregulerte bankliknende næringen vokser seg stor. I dag låner Hedgefond ut store beløp uten å være regulert. Hva blir de samfunnsmessige konsekvensene av at kreditten flyttes fra banker til skyggebankene

9.0 Referanseliste

Bøker

DeMarzo, Peter og Berk, Jonathan (2013). *Corporate Finance*. 3 utgave. Jersey: Pearson

Veronesi, Pietro (2011). *Fixed Income Securities: Valuation, Risk, and Risk Management*. 1 utgave. New York: Wiley

Bodie. Z, Kane. A og Marcus. A. (2011). *Investments*. London: McGraw

Damodaran, Aswath (1994). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2 utgave. New York: Wiley

Internett kilder

- Norges Bank
- Oslo Børs
- Nordictrustee
- Finans Norge
- Finansjuridisk
- SSB
- Bankenssikringsfond
- Regjeringen
- Storebrand
- Bloomberg
- Adressa
- Arzendebesche
- Finansjuridisk
- Lovdata
- Adressa