



Nærings- og fiskeridepartementet
Postboks 8090 Dep
0032 Oslo

Dato: 20.06.2018
Vår ref.: 18-453/DHJ
Deres ref.: 18/1336-1

Høringsuttalelse – NOU 2018: 5 – Kapital i omstillingens tid

Det vises til Nærings- og fiskeridepartementets brev 02.03.18 om NOU 2018: 5 *Kapital i omstillingens tid – Næringslivets tilgang til kapital*. Finans Norge avgir her sine merknader.

1. Finans Norges hovedsynspunkter

- For å styrke norsk næringslivs tilgang på egenkapital, bør det gjennomføres regulatoriske endringer som legger til rette for at garanterte pensjonsprodukter kan forvaltes med vesentlig høyere aksjeandel enn i dag, noe som avspeiler sparingens langsiktige horisont. Finans Norge støtter utvalgets forslag om fleksibel bufferkapital, som både vil kunne gi leverandørene mulighet til å ta økt risiko i forvaltningen av garanterte pensjonsprodukter og øke konkurransen.
- I en stadig mer digitalisert verden med høy kapitalmobilitet vil norske finansforetak møte sterk konkurranse fra utlandet. Norske banker har tapt markedsandeler de senere årene. Skal den norske finansnæringen være konkurransedyktig, må den ha de samme rammevilkårene som utenlandskregulerte finansforetak.
- Norsk regelverksutforming må legge til rette for innovasjon og digitalisering, og særlig bør det utvikles en regulatorisk sandkasse for fintech, der nye forretningsmodeller og tekniske løsninger kan testes ut. For å tilrettelegge for norske folkefinansieringsplattformer, bør det snarest bli igangsatt et arbeid for å utvikle et norsk regelverk som samsvarer med og understøtter relevante EU-regler. Det bør også utvikles harmoniserte rammevilkår for både fintech og folkefinansieringsplattformer på nordisk nivå.
- Med verdipapiriseringsadgang for finansforetak vil små og mellomstore bedrifter gis større indirekte tilgang til obligasjonsmarkedet. Norge må følge EUs regelverksutvikling, og Finansdepartementet bør snarest initiere en lovutredning med sikte på adgang til tradisjonell og syntetisk verdipapirisering i norsk rett.

- Et offentlig engasjement i kapitalmarkedet må mobilisere privat kapital, ikke fortrenge den. Normalt bør det stå et privat forvaltningsmiljø mellom staten og selskapene det investeres i, og etableringen av et statlig venturekapitalmandat med en fond-i-fond-struktur vil bidra til dette. Systemet for offentlige tilskudds- og støtteordninger må forenkles kraftig, og det bør ikke eksistere ulike ordninger for samme formål. De offentlige eksportfinansieringsordningene bør organiseres innenfor rammen av én virksomhet. Statlige virkemidler bør dessuten inneholde et nordisk mandat, og det nordiske samarbeidet om offentlige innkjøpsprosesser bør styrkes.
- Formuesskatten bør avvikles som følge av dens negative innvirkning på kapitaltilgangen. Forutsatt at formuesskatten avvikles, bør en moderat statlig eiendomsskatt innføres. Dersom investeringer i fast eiendom i større grad likebehandles med andre sparealternativer, oppnås trolig vesentlige samfunnsøkonomiske gevinster.

2. Innledende merknader

Kapitaltilgangsutvalget ble oppnevnt som del av oppfølgingen av Industrimeldingen i fjor, og dens utredning ble overlevert Nærings- og fiskeridepartementet 01.03.18. Utvalget har fremmet et betydelig antall anbefalinger, som Finans Norge i det alt vesentlige støtter. Enkelte av anbefalingene tilhører ansvarsområdet til Nærings- og fiskeridepartementet, men hovedtyngden av tilrådingene rettes mot ansvarsområdet til Finansdepartementet. Det kan derfor stilles spørsmål om Finansdepartementet, fremfor Nærings- og fiskeridepartementet, burde vært mottaker av utvalgets vurderinger. Uansett må regjeringen sikre en aktiv oppfølging av utvalgets anbefalinger.

3. Tilgang til egenkapital

3.1 Pensjonskapital

Utvalget peker på sentrale utfordringer ved forvaltningen av garanterte pensjonsprodukter. Det er et krav om at kundene årlig skal tildeles et eventuelt avkastningsoverskudd med endelig virkning, mens selskapene må dekke eventuell negativ avkastning, og dette kombineres med begrensninger i adgangen til å bygge opp og anvende buffere i kapitalforvaltningen. Resultatet er at en betydelig del av pensjonskapitalen ikke plasseres optimalt etter et formål om å maksimere langsiktig forventet risikojustert avkastning. Lave aksjeandeler gir pensjonssparerne en lavere forventet avkastning enn det de burde kunne oppnå som langsiktige sparere, og samtidig vil en høyere aksjeandel styrke norsk næringslivs egenkapitaltilgang.

Utvalget anbefaler derfor at det bør vurderes å gjøre endringer i regelverket som kan bidra til en mer effektiv forvaltning av pensjonskapital med potensial for høyere avkastning både

for den enkelte pensjonssparer, arbeidsgiverne i næringslivet og kommunene som betaler dette. Utvalget foreslår et system for fleksibel bygging av bufferkapital, hvor kravet for avregning av garantert avkastning av fripoliser ikke gjøres løpende, men knyttes opp mot utbetalingstidspunktet. Finansdepartementet oppfordres til å vurdere regelendringer som kan legge til rette for at pensjonssparere som ønsker det, kan ta økt risiko i forvaltningen av den pensjonskapitalen som ligger i slike ordninger, inkludert fripoliser.

Finans Norge deler utvalgets syn på utfordringene for forvaltningen av garanterte pensjonsprodukter. Regelverket for garanterte pensjonsprodukter, med begrensede buffere og krav om årlig tildeling av overskudd til kunden med endelig virkning, der livsforsikrings-selskapene bærer det meste av nedsiderisikoen, er ikke utformet med tanke på at den garanterte ytelsen skal reguleres og utvikle seg i takt med kjøpekraftsutviklingen. Tvert imot tvinges selskapene til å forvalte kundemidlene med sikte på at garantert avkastning skal oppnås årlig, til lavest mulig risiko for selskapenes egenkapital.

Som utvalget peker på, er denne utfordringen særlig stor for fripoliser. Norske livsforsikrings-selskaper har tidligere lyktes godt i å forvalte disse i konkurranse med hverandre, men mangelen på fleksibilitet i de gjeldende virksomhetsreglene gjør at fripoliser får svært høye kapitalkrav etter nytt solvensregelverk (Solvens II). Dette begrenser ytterligere selskapenes muligheter til å ta risiko i forvaltningen, og fripoliseinnehaverne har i senere år opplevd liten eller ingen oppregulering av garantert pensjon.

Avkastningsoverskudd har de siste årene vært benyttet til oppreservering for økt levealder og til å bygge bufferkapital (herunder tilleggsavsetninger). Det er ventet at utviklingen med bygging av bufferkapital vil fortsette i tiden fremover, så lenge det lave rentenivået vedvarer og med dagens regelverk hvor selskapene i hovedsak bærer nedsiderisikoen. En sentral utfordring med dagens regelverk er restriksjonene for både oppbygging og bruk av slik bufferkapital.

Finans Norge har i flere sammenhenger presentert forslag til en mer fleksibel bufferkapital-løsning, i tråd med det utvalget anbefaler. Forslaget kan i utgangspunktet bygge på dagens tilleggsavsetninger, gjennom større fleksibilitet i oppbygging og bruk. Subsidiært kan det etableres et nytt fond som erstatter tilleggsavsetningene. Vi anbefaler uansett at kurs-reguleringsfondet beholdes. Dette er et urealisert fond med egenskaper som svinger med kursutvikling og er uforutsigbart for kunden, samtidig som det er en viktig bufferkapital for leverandøren mot fall i verdien av eiendeler.

Konkret vil vi anbefale følgende tiltak, som samlet vil kunne gi en bedre forvaltning av garanterte produkter, og samtidig legge til rette for økt konkurranse til fordel for kundene:

- Det bør åpnes for at selskapene kan bygge tilleggsavsetninger til ulike nivåer for fripolisene.
- Det bør åpnes for at tilleggsavsetninger skal kunne benyttes til å dekke negativt avkastningsresultat.

- Det bør åpnes for at selskapene, dersom tilleggsavsetningene ikke er store nok til å dekke manglende avkastning i henhold til beregningsgrunnlaget i enkelte år, kan dekke manglende årlige avsetninger gjennom å tilføre egenkapital. Tilføringen av egenkapital fra eier er reell, men likevel midlertidig ved at tilført egenkapital kan vinnes tilbake ved positive avkastningsresultater i etterfølgende år.
- Flytteverdien bør være kontraktens markedsverdi (premiereserver og eventuell buffer), men uten tilført egenkapital.
- Det bør åpnes for å bygge tilleggsavsetninger utover dagens begrensning på 12 prosent av premiereserven. Dersom ytelser skal skrives opp, bør overskytende midler brukes til å sikre et garantert tillegg til alderspensjonen på et nullrentegrunnlag, og ikke på kontraktens grunnlagsrente.
- Rekkefølgen på overskuddsdelingen mellom kunde og selskap bør endres slik at selskapet kan få sin andel av overskuddet før det settes av til premiereserve og bufferkapital. Eventuelt bør leverandøren få en større overskuddsandel enn i dag.
- Gjeldende minstegrense for rett til å få utstedt fripolise bør heves. For små fripoliser kan kapitalen gå direkte inn i for eksempel egen pensjonskonto.
- Grensen for minste årlig utbetaling bør heves for både livsvarige og opphørende kontrakter, slik at små fripoliser kan betales ut raskere.

Utfordringene beskrevet ovenfor skyldes kombinasjonen av nasjonale og internasjonale rammebetingelser. Det er derfor nødvendig med tilpasninger i nasjonale rammevilkår for å oppnå en mer hensiktsmessig forvaltning. Dette bør være en hovedmålsetting i den pågående utredningen om garanterte produkter. Finans Norge vil samtidig fremheve at EU-kommisjonen for tiden vurderer endringer i Solvens II-regelverket som potensielt vil kunne få negative konsekvenser for livselskapenes forvaltning av pensjonsmidler. Mer konkret omhandler dette Det europeiske forsikringstilsynets (EIOPA) forslag til endringer i behandlingen av renterisiko i Solvens II, som ble oversendt EU-kommisjonen 28.02.18.¹

EIOPAs forslag vil i sin nåværende form kunne tvinge selskapene til å redusere sin renterisiko gjennom blant annet å redusere risikoen/aksjeandelen i forvaltningen av pensjonsmidler til fordel for langsiktige rentebærende papirer. En redusert aksjeandel vil gi kundene lavere forventet avkastning og ha en negativ innvirkning på næringslivets egenkapitaltilgang.

Finans Norge mener EIOPAs forslag ikke kan vurderes isolert fra øvrige, tilknyttede deler av Solvens II-regelverket. Forslaget er dessuten mangelfullt utredet, og det er avgjørende at EU-kommisjonen foretar en egen, grundig konsekvensutredning av forslaget for alle valutaer, før eventuelle endringer i Solvens II-regelverket gjennomføres.

¹ Les mer [her](#).

Finans Norge deler for øvrig utvalgets vurdering av det manglende omfanget av unoterte investeringer i innskuddspensjonsordningene som følge av krav om at kapitalen må plasseres i fond som prises på daglig basis og er likvide.

3.2 Offentlig eierskap

Utvalget gir uttrykk for at det offentlige eierskapet i enkeltselskaper bør vurderes nøye ut fra formålet med eierskapet, og at andelen ikke bør være større enn det formålet krever. Finans Norge vil påpeke at Norge har et begrenset eierskapsmangfold sammenliknet med andre land. Dette har sammenheng med det store statlige eierskapet, men trolig også med et skattesystem som favoriserer investeringer i fast eiendom. En annen forklaringsfaktor kan være pensjonssystemet som i stor grad baseres på løpende skattefinansierte ordninger fremfor fondsbaserte løsninger. Det betydelige offentlige eierskapet kan være uheldig for kapitalallokeringen i samfunnet og for konkurransen. Offentlige eiere har heller ikke de samme insentiver som private til kostnadskontroll og utnyttelse av forretningsmuligheter.

Et offentlig eierskap bør således avgrenses til å oppfylle klart definerte målsettinger som ivaretar samfunnsviktige hensyn. Det kan trolig utløses produktivetsgevinster dersom det offentlige eierskapet begrenses til områder med stor markedssvikt og naturlige monopoler, eller der staten ikke kan oppnå sine mål med eierskapet på andre måter.²

For kraftsektoren er det, slik utvalget påpeker, en sterk begrensning på privat eierskap gjennom industrikonsesjonsloven. Som produktivitetskommissjonen har anført er gjeldende eiersituasjon fastlåst, og eksisterende aktører bør utfordres av nye aktører. Private eller internasjonale aktører har imidlertid ikke mulighet til å kjøpe seg inn med kontrollerende eierandeler i større vannkraftverk. Dermed bortfaller en sentral drivkraft for økt konkurranse og produktivetsforbedringer.

Finans Norge mener

Regulatoriske endringer som legger til rette for en mer effektiv forvaltning av garanterte pensjonsprodukter med høyere forventet avkastning bør gjennomføres. Vi støtter utvalgets forslag om et system for fleksibel bygging av bufferkapital, som vil kunne styrke forvaltningen av garanterte produkter og øke konkurransen mellom selskapene.

Norske myndigheter bør arbeide for at EIOPAs forslag til endringer i behandlingen av renterisiko under Solvens II vurderes i sammenheng med øvrige deler av regelverket og at det foretas en grundig utredning av forslaget.

Innskuddspensjonsordninger bør endres ved at det lempes på kravet til daglig prising og likviditet på underliggende fond, slik utvalget tilrår.

Eierskapsmangfoldet i Norge bør styrkes. Statlig eierskap bør begrenses til områder med stor markedssvikt og naturlige monopoler, eller der staten ikke kan oppnå sine mål med

² Jf. produktivitetskommissjonens første [rapport](#), NOU 2015: 1 «Produktivitet – grunnlag for vekst og velferd».

eierskapet på andre måter. Finans Norge støtter utvalgets anbefaling om en vurdering av det offentlige eierskapet i kraftsektoren.

4. Bankenes rammevilkår – betydningen for en stabil kapitaltilgang

Kapitaltilgangsutvalget fremhever at det etter 2010 synes som om bankene i Norge, både de norsk- og utenlandskregulerte, har redusert kredittilgangen overfor små og unge bedrifter relativt til mer etablerte selskaper. Utvalget peker på at dette kan ha sammenheng med regulatoriske endringer, men utelukker ikke andre forklaringer. Samtidig viser utvalget til at norskregulerte banker må holde mer egenkapital enn de utenlandskregulerte med norsk virksomhet for samme eiendelssammensetning, noe som svekker de norskregulerte bankenes konkurransedyktighet. Utvalget anfører at utformingen av norsk regulering, i tillegg til å vektlegge finansiell stabilitet, så langt som mulig bør ta hensyn til norske bankers konkurransevne i lokale markeder. Det fremheves at avvik i reguleringer fra praksis i EØS-området bør begrunnes særskilt og at Norge må arbeide aktivt for full gjensidig anerkjennelse (resiprositet) for all regulering.

Etter at kapitaltilgangsutvalget fremla sine anbefalinger, har Finanstilsynet fremmet forslag om hvordan norske kapitalkravsregler skal tilpasses EU-regelverket.³ Den foreslåtte tilpasningen innebærer at sentrale norske bestemmelser, som avviker fra EUs regelsett, vil falle bort. Blant annet vil tilpasningen medføre reduserte kapitalkrav for utlån til små og mellomstore bedrifter. Isolert sett vil tilpasningen bidra til likere konkurransevilkår i det norske bankmarkedet, men samtidig varsler tilsynet at tilpasningseffekter må motvirkes av andre tiltak for å opprettholde norskregulerte bankers uvektede soliditet. Tilsynet viser her til pilar 2-krav samt tilsynspraksis for bankenes interne modeller (IRB). Disse virkemidlene omfatter ikke resiprositetsbestemmelser, og de får således ikke virkning for utenlandskregulerte banker med norsk virksomhet. Mulige tiltak innenfor rammen av EUs pilar 1-regler, som utløser eller tilrettelegger for resiprositet, blir her ikke vektlagt av Finanstilsynet. En særnorsk kalibrering av IRB-modeller vil dessuten innebære ulik risikomåling av henholdsvis norsk- og utenlandskregulerte IRB-banker. Virkemidlet er ikke transparent, og det svekker sammenliknbarheten av soliditet mellom banker på tvers av jurisdiksjoner.

Etter Finans Norges syn bærer Finanstilsynets vurderinger bud om at skjevreguleringen, i justert form, vil kunne fortsette. Gjeldende skjevregulering har gitt norskregulerte banker, gjennom virkningen på deres samlede finansieringskostnader, en markert konkurranseulempe i markedet for utlån til lav- og middelsrisikoengasjementer i norsk næringsliv. Konsekvensen er at mange prosjekter får en høyere lånerente enn nødvendig, og flere kan bli ulønnsomme, især i områder av landet der utenlandske banker har liten aktivitet. Skjevreguleringen gir dessuten de norskregulerte bankene et sterkt insentiv til å øke risikoen i bedriftsmarkedsporteføljene, og bidrar til å redusere deres markedsandel. For utlån til

³ Les mer [her](#).

norske bedrifter har filialer av utenlandske banker nå en markedsandel på 38 prosent.⁴ Dette er høyt i europeisk sammenheng.⁵

Sammensetningen av hjemlands- og utenlandskregulerte banker kan være svært viktig for stabiliteten i næringslivets kapitaltilgang.⁶ Når det inntreffer negative, innenlandske økonomiske forstyrrelser, som de utenlandske bankenes hjemland er forskånet for, antyder internasjonale studier at utenlandske banker kan ha en stabiliserende virkning på det samlede kredittilbudet i en økonomi. På den annen side, ved internasjonale negative forstyrrelser, som også får virkning for filialenes hjemland, indikerer studiene at utenlandske banker reduserer aktiviteten i vertsland og retter økt oppmerksomhet mot hjemmemarkedet. Foruten banksammensetningen, har det derfor også stor betydning for stabiliteten i kapitaltilgangen om det er innenlandske eller utenlandske/internasjonale forstyrrelser som dominerer konjunktursvingningene.

Empirisk forskning som tar for seg små, åpne økonomier, og som også inkluderer norske data, indikerer at utenlandske forstyrrelser forklarer mer av konjunkturvariasjonen enn innenlandske forstyrrelser.⁷ Jo høyere filialmarkedsandelen er i utgangspunktet, jo sterkere blir kapitaltilgangsreduksjonen dersom de utenlandske filialene raskt trapper ned aktiviteten. En høy filialmarkedsandel kan således forsterke virkningen av utenlandske forstyrrelser, som dominerer aktivitetssvingningene. I en liten, åpen økonomi som den norske, vil derfor en regulatorisk innretning som reduserer hjemlandsbankenes markedsandel over tid kunne svekke den finansielle og realøkonomiske stabiliteten.

Utenlandske bankers norske virksomhet bidrar - etter Finans Norges vurdering - til skjerpet konkurranse og effektivisering. Tilstedeværelsen av filialer bidrar dermed til produktivitetstjenster som kommer forbrukerne til gode. Samtidig er trolig stabiliteten i kapitaltilgangen tjent med at norskregulerte banker over tid innehar en betydelig markedsandel. Særnorske regulatoriske krav vil isolert sett gjøre den enkelte bank mer robust overfor negative forstyrrelser, men sterk skjevregulering kan likevel bidra til det motsatte som følge av samspillet mellom det finansielle systemet og realøkonomien ved dype tilbakeslag.

Etter Finans Norges syn bør således norske kapitalkrav fullt ut innrettes i samsvar med EU-regelverket. Dette innebærer ikke tilpasning til identiske krav innenfor EU/EØS-området, for EU-reglene inneholder nasjonale handlingsrom til å kunne fastsette skjerpede kapitalkrav. Slike fastlagte handlingsrom innenfor pilar 1-reglene vil generelt forplikte eller legge til rette for resiprositet. EU-reglene er derfor ikke til hinder for strenge, norske kapitalkrav, men

⁴ Per utgangen av 2017. Kilde: Finanstilsynets [resultatrapport](#) for finansforetak 1.-4. kvartal 2017.

⁵ Finanstilsynet har påpekt at Norge og Danmark er blant landene med høyest filialmarkedsandel i Europa. Dette har blant annet sammenheng med filialiseringen av Nordea fra 2017. Også Finland fikk i utgangspunktet en meget høy filialmarkedsandel, men det er besluttet å flytte Nordeas hovedkontor til Finland. Les mer [her](#).

⁶ Se nærmere omtale i vedlegg.

⁷ Se nærmere omtale i vedlegg.

etter vår vurdering må innretningen sikre like konkurransevilkår. Samtidig må sammenhengen mellom kapitalkrav og faktisk risiko ivaretas, der risikomålingen av den enkelte norske bank må følge EUs regelsett. Når forhøyede kapitalkrav overveies, må dessuten samfunnsøkonomiske gevinster avveies mot kostnader, i tråd med utredningsinstruksen for statlige tiltak.

Finans Norge merker seg at andre lands myndigheter er seg svært bevisst hensynet til å sikre like konkurransevilkår med skjerpede kapitalkrav. For eksempel har svenske myndigheter nylig varslet at det forhøyede svenske kapitalkravet for boliglån flyttes fra pilar 2 til pilar 1 som følge av at Nordea har innført en filialstruktur og besluttet å flytte hovedkontoret til Finland. Begrunnelsen er hensynet til å kunne videreføre kravet og samtidig bevare jevne konkurransevilkår i Sverige.⁸ Dette illustrerer både at andre land sterkt vektlegger konkurranseforhold og at EU-reglene inneholder handlingsrom som legger til rette for resiprositet.

Finans Norge mener⁹

I en liten, åpen økonomi som den norske, har internasjonale forhold stor betydning for konjunktursvingningene, og størrelsen på hjemlandsregulerte bankers markedsandel er svært viktig for stabiliteten i næringslivets kapitaltilgang. En regulering som over tid reduserer hjemlandsbankenes markedsandel vil kunne svekke den finansielle og realøkonomiske stabiliteten. For å sikre jevne konkurransevilkår i det norske bankmarkedet, må EUs kapitalkravsregler snarlig innlemmes i EØS-avtalen. Ved innretning av forhøyede norske kapitalkrav, må kravene gjøres gjeldende for samtlige banker i det norske markedet.

5. Tilgang til obligasjonsmarkedet

5.1 Verdipapirisering

Som utvalget påpeker, vil sikker og transparent verdipapirisering bidra til styrket risikostyring i finansinstitusjonene og mer effektiv risikospredning i kapitalmarkedet. Bankene gis mulighet til å redusere sin risikoeksponering og samtidig opprettholde kunderelasjoner og kompetanse. Verdipapirisering vil også kunne utvide tilbudet av obligasjoner, slik at likviditeten i obligasjonsmarkedet øker. Dette har blant annet sammenheng med at mange låntakere, særlig mindre og mellomstore bedrifter som er for små til å legge ut egne obligasjoner, vil kunne gis en indirekte tilgang til obligasjonsmarkedet gjennom finansinstitusjoners verdipapirisering.

⁸ Det svenske finanstilsynet (Finansinspektionen) ønsker å benytte artikkel 458 i EUs kapitalkravsforordning. Les mer [her](#) for nærmere omtale av forslaget og [her](#) for notifisering til EU.

⁹ I omtalen av bank og kredittmarkedet fremmer kapitaltilgangsutvalget en tilråding om at forslaget til ny finansavtalelov bør tas opp til ny vurdering og at det bør gjøres en full konsekvensutredning. Finans Norge støtter anbefalingen og viser for øvrig til avgitt [høringsuttalelse](#) om forslaget.

Verdipapirisering vil dermed i praksis kunne utgjøre en viktig markedsfinansieringskilde for små og mellomstore bedrifter. Den norske OMF-ordningen ivaretar ikke samme behov ettersom lån til små og mellomstore bedrifter ikke kan inkluderes i OMF-foretakenes sikkerhetsmasse, og dessuten er OMF-utstederne bankeide selskaper underlagt samme regulering, uten en tilsvarende risikospredningskanal som verdipapirisering innebærer. EUs nylig vedtatte regelsett for verdipapirisering, som korrigerer for verdipapiriseringens svakheter avdekket under finanskrisen, bør snarlig innlemmes i EØS-avtalen, og det må åpnes for både syntetisk og tradisjonell verdipapirisering i Norge.

5.2 Obligasjoner med fortrinnsrett (OMF)

Den norske modellen for obligasjoner med fortrinnsrett innebærer at utstedelser kun kan gjennomføres av kredittforetak og ikke direkte fra bankenes balanse. Ifølge utvalget bør den norske OMF-ordningen vurderes endret, slik at den blir mer på linje med svensk og dansk praksis, der det ikke stilles krav til at virksomheten skilles ut i eget kredittforetak.

Siden OMF-reguleringen trådte i kraft i 2007 har det blitt opprettet 25 kredittforetak som utsteder OMF i Norge, hvorav 20 er heleide og fem er deleide (eid av en gruppe banker). Sistnevnte har gitt mindre banker tilgang til rimeligere finansiering blant annet som følge av større volum i OMF-utstedelser og derigjennom økt likviditet. Etter Finans Norges vurdering ville utstedelser direkte fra bankbalansen, hvilket er normal praksis i en rekke europeiske land, ha vært ønskelig ved introduksjonen av OMF-regelverket i Norge. Imidlertid er bankene nå godt tilpasset gjeldende regler, og det er høy internasjonal tillit til den norske modellen.

5.3 Skyggerating

EU-regler om kredittvurdering har gjort det umulig for meglere og banker å fortsette en praksis med skyggerating. Finans Norge deler utvalgets vurdering om at bortfallet av praksisen var uheldig. En kredittvurdering fra et kredittvurderingsbyrå er kostbart og ressurskrevende og således forbeholdt større foretak. Skyggerating ga på den annen side mellomstore bedrifter, kraftselskaper samt spare- og forretningsbanker en tilgang til obligasjonsmarkedet til en akseptabel kostnad. Dessuten bidro det til et mer velfungerende obligasjonsmarked.¹⁰ EUs ekspertgruppe for forbedring av markedet for foretaksobligasjoner har nylig fremmet et forslag som kan innebære at skyggerating ikke vil omfattes av kravene i EUs kredittvurderingsbyråforordning. Det kan muliggjøre en fornyet adgang til skyggerating.

Finans Norge mener

Som utvalget tilrår, må Norge følge EUs regelverksutvikling for verdipapirisering, og Finansdepartementet bør snarest initiere en lovutredning med sikte på adgang til tradisjonell og syntetisk verdipapirisering i norsk rett, i samsvar med EUs bestemmelser.

¹⁰ Jf. [brev](#) til Finansdepartementet 30.09.16.

Den norske OMF-modellen fungerer godt, og Finans Norges ser det som unødvendig å endre denne. Utvalgets anbefaling vil føre til to ulike ordninger for OMF-utstedelser i Norge.

Gjeninnføring av skyggerating vil kunne øke næringslivets kapitaltilgang. Det er viktig at norsk finansnæring og norske myndigheter står samlet i den videre oppfølgingen av EU-ekspertgruppens anbefalinger.

Åpenhet og transparens er viktige forutsetninger for et effektivt finansmarked. Hva gjelder utvalgets anbefaling om innsyn i obligasjonseierskap, er det imidlertid essensielt at norsk regulering ikke avviker fra internasjonal praksis.¹¹

For å styrke det norske obligasjonsmarkedets virkemåte, bør det vurderes å utstede norske statsobligasjoner med lengre løpetid enn i dag, slik utvalget anbefaler. Finans Norge støtter også utvalgets tilråding om å vurdere pantelovens bestemmelser og andre tiltak for å styrke muligheten for pantsetting av patenter.

Obligasjonsmarkedet bør gjøres «grønnere», både gjennom å inkludere klima i prospekter og ordinære obligasjonsutstedelser samt ved å øke utstedelser av grønne obligasjoner. Ved å stille klimakrav i kredittprosesser, legges grunnlaget for økt omfang av grønne obligasjoner. Slik kan bankene bidra til økt volum og likviditet i det grønne obligasjonsmarkedet. Finans Norge vier finansnæringens arbeid med bærekraft stor oppmerksomhet og innsats.

6. Informasjonsasymmetri og digitalisering

6.1 Teknologi og regelverksutforming

Finans Norge slutter seg til utvalgets vurdering om at det må støttes opp om og legges til rette for fortsatt digital utvikling innen finansområdet gjennom aktiv og bevisst regelverksutforming. Norsk finansnæring har over tid rettet betydelig innsats mot å ta i bruk, tilpasse og utvikle ny teknologi, og regelverksutforming må tilpasses og ta høyde for videre endringer. Ny teknologi, nye internasjonale reguleringer og en lang rekke nye aktører endrer finansmarkedet raskt. Regulatoriske rammer har stor betydning for norske finansforetaks konkurransedyktighet og omstillingskapasitet.

Særlig bør norske myndigheter ta initiativ til en regulatorisk sandkasse for fintech, der nye forretningsmodeller og tekniske løsninger kan testes innenfor avklarte rammer. En slik myndighetsstrategi handler primært om hvordan det kan legges til rette for omstilling og ny fintech-virksomhet, men er også viktig for å sikre avklarte rammer for kapitalmarkedene, herunder krav til informasjon, rådgivning og muligheter til digitalisert samtykke, som er like for sammenliknbare produkter og markeder.

¹¹ Det vises her til Finans Norges [høringsuttalelse](#) 07.02.17 vedrørende ny verdipapirregisterlov.

6.2 Folkefinansieringsplattformer

Finans Norge deler utvalgets syn om behovet for en regulatorisk klargjøring vedrørende folkefinansieringsplattformer.¹² EU-kommisjonen fremla i mars i år et forslag til forordning om folkefinansiering for profesjonelle og forslag til endringer i MiFID II-direktivet. Etter forslaget gis plattformleverandørene et valg mellom å tilpasse seg forordningen for å kunne drive grensekryssende virksomhet eller begrense virksomheten til én jurisdiksjon etter nasjonale regler. Det vil således være behov for nasjonale regler også etter ikrafttredelse av EU-rettslige regler.

Sammenliknet med andre nordiske land ligger norske foretak etter i utviklingen av slike plattformer, noe som fremhever viktigheten av at arbeidet med å utvikle et norsk regelsett snarlig bør startes opp. Regelverket bør omfatte både lånebaserte og egenkapitalbaserte plattformer, og det bør sikre at slike plattformer kan fungere innenfor tilsvarende rammer som sammenliknbare finansielle tjenester. Det innebærer også at lik risiko må reguleres likt. Finans Norge deler derfor Finanstilsynets vurdering av at verdipapirforetaksvirksomhet og kredittgivning som skjer via folkefinansieringsplattformer bør være underlagt de samme regler som gjelder for tradisjonell verdipapirforetaks- og finansforetaksvirksomhet. Et nasjonalt regelverk bør ivareta viktige hensyn som konkurranselikhhet, investorbeskyttelse og forbrukerbeskyttelse, og det må hindre at plattformene kan anvendes til terrorfinansiering eller annen kriminell virksomhet som bedrageri eller hvitvasking.

6.3 Tillatelse for fond til å yte lån til norske bedrifter

Finansforetaksloven, som i dag forbyr fond å yte lån til norske selskaper, bør vurderes endret slik at fond med AIF-konsesjon kan yte lån. Generelt utgjør lånefond en stadig større og viktigere kapitalkilde for europeiske bedrifter, og norsk næringsliv bør sikres samme tilgang. En slik finansieringskilde kan særlig bli sentral for små og mellomstore bedrifter. Et mer diversifisert tilbud av fremmedkapital vil dessuten kunne øke konkurransen og redusere systemrisiko.

6.4 Møteplasser

Innenfor fintech-området finnes det en rekke møteplasser i regi av ulike inkubatorer og enkeltaktører mv. hvor investorer kan møte selskaper og entreprenører. I likhet med utvalget mener Finans Norge det er viktigere å utnytte og utvikle de eksisterende møteplassene enn at det etableres flere slike.

6.5 Sentralt kredittregister for bedriftslån i Norge

Utvalget mener at etablering av et sentralt kredittregister for bedriftslån i Norge bør utredes. Finans Norge stiller seg positiv til å bidra i et slikt utredningsarbeid, som bør ta for seg både løsningen Den europeiske sentralbanken etablerer for kreditter til foretak

¹² Jf. Finans Norges brev til Finansdepartementet 26.09.16 og [30.11.17](#).

(AnaCredit) og muligheten for å videreutvikle registerløsningene for usikret husholdningsgjeld som allerede er under etablering. Det er viktig at en nøyte vurderer hva som er teknisk og praktisk mulig samt grundig vurderer nytte og kostnader for myndigheter og rapportører.

6.6 Elektronisk aksjeeierregister for aksje- og allmennaksjeselskaper

I forbindelse med Nærings- og fiskeridepartementets høring i 2015 om større åpenhet om informasjon om eiere i aksjeselskaper, støttet Finans Norge arbeidet med økt åpenhet og innsyn i eierskap i aksjeselskaper for interessenter med legitim interesse, og vi uttalte også at anledningen til å sammenstille data er viktig for finansnæringen. For å sikre effektiv tilgang til god og riktig informasjon for alle aktører i kapitalmarkedet bør arbeidet videreføres. Dette er blant annet viktig for den pågående digitaliseringsprosessen knyttet til tilgang til informasjon som anses som offentlig. Et slikt register kan også være et verktøy for å effektivisere etterlevelse av hvitvaskingsregelverket. Registeret må da inneholde all informasjon som finansforetakene trenger i medhold av hvitvaskingsloven.

6.7 Utvidelse av løsningen for samtykkebasert lånesøknad

Et pilotarbeid knyttet til boliglån er i god gang, og det foreligger planer om å utvide løsningen med samtykkebasert lånesøknad til andre typer gjeld hos privatpersoner. Etter hvert som erfaringer høstes, vil terskelen for ytterligere utvidelser, også mot bedriftslån, kunne bli lav.

6.8 Gjeldsforhandlinger i konkursloven og styrking av kompetanse hos bobestyrer

Etter Finans Norges vurdering er det behov for en bredere utredning av alternative regler om rekonstruksjon før det gjennomføres reformer på området. Dette er viktig for å sikre tillit og forutsigbarhet hos kreditorene til de prosessene som kan iverksettes dersom debitor ikke er i stand til å tilbakebetale lån i samsvar med inngåtte avtaler.¹³

Utvalget mener at det bør vurderes tiltak for å styrke kompetansen hos bobestyrer. Finans Norge vil her vise til digitaliseringsprosjektet som består av et samarbeid mellom Finans Norge, Skatteetaten, Brønnøysundregistrene, NAV og politiet der det inngår en målsetting om enklere tilgang på informasjon om finansielle posisjoner i konkursbo. Ved gjennomføring av prosjektet vil slik informasjon kunne tilflyte bobestyrere automatisk basert på en forespørsel knyttet til selskapets organisasjonsnummer.

Finans Norge mener

Norsk regelverksutforming må legge til rette for innovasjon og digitalisering, og særlig bør det utvikles en regulatorisk sandkasse for fintech, der nye forretningsmodeller og tekniske løsninger kan testes ut.

¹³ Det vises til avgitt [høringsuttalelse](#) i 2016 om gjeldsforhandlingsreglene i konkursloven.

For å legge til rette for norske folkefinansieringsplattformer bør det snarest bli igangsatt et arbeid for å utvikle et norsk regelverk som samsvarer med og understøtter relevante EU-regler. Diversifiseringen av kapitalmarkedets tilbudsside bør også styrkes ved å åpne for at fond med AIF-konsesjon kan yte lån.

7. Risikokapital, tidligfasevirksomhet og offentlige virkemidler

7.1 Hvordan bør et offentlig engasjement i kapitalmarkedet innrettes?

Privat kapital bør normalt finansiere prosjekter i næringslivet. Generelt vil også de beste prosjektene finne privat finansiering. Utvalget fremhever at det særlig er potensielle vekstbedrifter i sin tidlige utviklingsfase som finner det krevende å innhente finansiering i det norske kapitalmarkedet. Utfordringene gjelder spesielt tidligfase-virksomheter med et vesentlig kapitalbehov der positiv inntjening kan ligge flere år frem i tid. Utvalget peker på begrensede faktorer som mangelfull kanalisering av privat risikokapital, få tidligfase-investeringstilbud, få fond-i-fond-investorer og et begrenset tilfang av aktive private eiermiljøer. Finans Norge deler denne vurderingen. Det kan være samfunnsøkonomisk riktig å iverksette offentlige kompensierende tiltak, men en god innretning er krevende.

I likhet med utvalget mener Finans Norge at offentlige finansieringsordninger må begrenses til områder med identifisert markedssvikt, der det kan dokumenteres eller i det minste sannsynliggjøres at markedssvikten gir en klar underinvestering av privat kapital. Statlige kapitalvirkemidler bør dessuten ikke innebære en generell subsidiering som fortrenger privat kapital. På den annen side kan ikke statlige kapitaltiltak være identiske med private tilbud ettersom de da blir overflødige. Det offentlige engasjementet må supplere det private kapitalmarkedet slik at privat kapital mobiliseres, ikke erstattes. Dessuten må den samfunnsøkonomiske nytten av offentlige virkemidler være høyere enn kostnaden. I sum stiller dette høye krav til et offentlig engasjement i kapitalmarkedet. Kravene skjerpes ytterligere som følge av egenskapene ved markedssvikten man søker å korrigere.

Den mest sentrale markedssvikten i kapitalmarkedet forårsakes trolig av asymmetrisk informasjon. De som ønsker å gjennomføre prosjekter besitter vesentlig mer informasjon enn mulige investorer og långivere. Tidligfase-vekstselskaper skiller seg fra andre virksomheter ved at de kjennetegnes av høy og ofte vanskelig analyserbar risiko, og at det kan gå lang tid mellom investering og positiv avkastning. Kravene til investorenes og långivernes seleksjonskompetanse i tidligfase-markedet er således meget høye, og offentlig sektor har neppe et særskilt fortrinn med hensyn til å identifisere forventet avkastning og risikoegenskaper ved slike prosjekter. Trolig har private investormiljøer og finansforetak de beste forutsetningene for å håndtere informasjonsutfordringene. Et eierskap bør samtidig tilføre tidligfase-virksomhetene en kompetanse de ellers ikke ville hatt, slik at en styrker muligheten for at et prosjekt lykkes. Dette må ligge til grunn i en vurdering av det offentlige engasjementet i finansieringen av tidligfase-selskaper. Offentlige midler må følge private investorer, ikke lede an.

Selv om kravene til statlige tiltak i kapitalmarkedet er høye, deler Finans Norge utvalgets syn om at staten bør bidra til å sikre tilgangen til langsiktig kapital og kompetente eiermiljøer for lovende oppstartsselskaper og tidligfase-selskaper. For å gi det statlige engasjementet en god innretning, støtter Finans Norge prinsippet om at det bør stå et privat forvaltningsmiljø mellom staten og det enkelte selskap det investeres i, og at det bør foretas en dreining av statlige ordninger fra direkte investeringer til fond-i-fond-løsninger for å stimulere fremveksten av private investeringsmiljøer. Fond-i-fond-ordninger er samtidig velegnet for å tiltrekke seg investeringer fra større, private, institusjonelle investorer. Privat kapital bør dessuten normalt ha majoritet i selskapene eller fondene det investeres statlige midler i.

Finans Norge støtter utvalgets anbefaling om at det bør opprettes et nytt, statlig finansiert venturekapitalmandat med fond-i-fond-struktur, og at mandatet legges til Investinor slik at en gjør bruk av eksisterende kompetanse. Finans Norge støtter samtidig utvalgets forslag om å overføre såkornordningene fra Innovasjon Norge til Investinor, slik at et spesialisert kapitalforvaltningsmiljø kan forestå en profesjonell oppfølging av såkornfondsforvalterne.

7.2 Tilskudds- og støtteordninger

Utvalget viser til at det nå finnes om lag 150 offentlige tilskudds- og støtteordninger. Mange bedrifter mottar støtte fra flere av disse, og ifølge utvalget fremstår systemet som uoversiktlig og vanskelig tilgjengelig. Etter Finans Norges vurdering bør ordningssystemet forenkles. I likhet med utvalget mener vi at det bør foretas en kritisk gjennomgang av måloppnåelsen i ordningene, de bør vurderes under ett og evalueres jevnlig og ordninger med svak effekt bør avvikles. Gjennomgangen må sikre at ordningene blir effektive, målrettede og målbare, og det bør ikke eksistere ulike ordninger med samme formål. Etter Finans Norges syn bør dessuten de offentlige eksportfinansieringsordningene omorganiseres slik at både eksportrettet næringsliv og private finansforetak skal kunne forholde seg til én virksomhet.¹⁴ Finans Norge støtter utvalgets forslag om at det (uavhengig av organisering) bør etableres en felles brukerportal for eksportfinansieringsordningene. En felles brukerportal for samtlige av statens ulike støtte- og tilskuddsordninger bør også vurderes.

7.3 Økonomisk integrasjon i Norden

På oppdrag fra Nordisk ministerråd pågår en utredning om tilgangen på risikokapital for bedrifter i oppstartfasen. Utredningen er et ledd i arbeidet med å styrke nordiske bedrifters konkurransekraft og omstillingsevne. Norske myndigheter bør aktivt følge opp rapportens anbefalinger når den foreligger. Økonomisk aktivitet er i økende grad nettverksbasert og grensekryssende, og de nordiske landene utgjør til sammen verdens 11. største økonomi. Muligheten for større økonomisk integrasjon i Norden er betydelig, og et styrket

¹⁴ Se Finans Norges [høringsuttalelse](#) 01.03.18 om evaluering av GIEK og Eksportkreditt Norge for nærmere omtale.

fellesnordisk marked for varer, tjenester og finansiering kan løfte regionen som en ledende økonomi kjennetegnet av utbredt digitalisering, grønn omstilling og høy produktivitet.

Finans Norge vil her fremheve viktigheten av å motvirke barrierer for fremveksten av et nordisk marked for finansiering av tidligfasevirksomheter. Blant annet bør relevant regelverk harmoniseres på nordisk nivå, særlig regler for opprettelse og avvikling av bedrifter. EU-regler bør implementeres harmonisert i Norden, og fellesnordiske rammevilkår for fintech og folkefinansieringsplattformer bør utvikles. Nasjonale, statlige virkemidler, som Innovasjon Norges ordninger, bør inneholde et nordisk mandat, og det bør dessuten utvikles et større nordisk samarbeid om offentlige innkjøpsprosesser.

Finans Norge mener

Et offentlig engasjement i kapitalmarkedet må mobilisere privat kapital, ikke fortrenge den. Slik utvalget påpeker, bør det normalt stå et privat forvaltningsmiljø mellom staten og selskapene det investeres i, og etableringen av et statlig venturekapitalmandat med en fond-i-fond-struktur vil bidra til dette. Mandatet bør legges til Investinor, og dessuten bør såkorn-ordningene overføres til Investinor. Fremover bør Investinors investeringer generelt foretas indirekte gjennom andre forvaltere.

Systemet for offentlige tilskudds- og støtteordninger må forenkles kraftig, og det bør ikke eksistere ulike ordninger for samme formål. De offentlige eksportfinansieringsordningene bør organiseres innenfor rammen av én virksomhet.

Norske myndigheter bør aktivt følge opp anbefalingene som vil bli fremmet i utredningen på oppdrag for Nordisk ministerråd med sikte på å styrke det fellesnordiske markedet generelt og tidligfasebedrifters risikokapitaltilgang spesielt.

8. Skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen

8.1 Formuesskatten

Utvalget ser flere problematiske sider ved formuesskatten fra et kapitaltilgangsperspektiv. Det anbefales derfor at formuesskatten fjernes og eventuelt erstattes med andre skatter som kan ha en mindre negativ innvirkning på næringslivets kapitaltilgang, og som samtidig ivaretar hensynet til utjevning og en rimelig fordeling av skattebyrden, for eksempel eiendomsskatt. Dersom formuesskatten videreføres, mener utvalget subsidiært at verdsetting av formuesobjekter bør gjøres langt mer ensartet, slik at den relative ulempen i beskatningen av andre formuesobjekter enn primærbolig fjernes.

Mange av utvalgets anbefalinger som gjelder skattesystemets innvirkning på kapitaltilgangen er godt begrunnet og støttes av Finans Norge. Dette gjelder blant annet forslaget om at formuesskatten bør avvikles. Formuesskatten er langt på vei en særnorsk skatt som svekker insentivet til sparing og investering, og som dermed virker hemmende på næringslivets kapitaltilgang. Dessuten kan formuesskatten bidra til å fortrenge norsk eierskap ved at norske og utenlandske eiere behandles ulikt.

Selv om formuesskatten i hovedsak er fordelingsmessig begrunnet, er det likevel slik at formuesskatten rammer mange eiere av små- og mellomstore bedrifter. Formuesskatten må betales selv om bedriften går med underskudd, og den innebærer at eiere tvinges til å tappe bedriftene for egenkapital eller ta opp lån for å betale formuesskatten. Skattemidlene kunne ellers blitt holdt tilbake i bedriftene og bidratt til videre vekst.

Det er en svakhet ved formuesskatten at ulike typer kapital behandles forskjellig. Skjeve verdsettingsregler vrir ressursbruken bort fra det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Resultatet er for høye investeringer i boligkapital og for lav generell kapitalkanaliserings til næringslivet. Trolig rammes særlig små og nystartede bedrifter som er avhengig av norsk kapital og har få alternative finansieringskilder.

Utvalget slutter seg til tidligere vurderinger om at fast eiendom er et godt skattegrunnlag og mener det er gode grunner til å trappe ned skattefordelingen av bolig og fritidseiendom. Utvalget anbefaler en reform av eiendomsbeskatningen for å sikre en mer helhetlig utforming, større forutsigbarhet og for å forhindre en uheldig vridning i den regionale kapitaltilgangen. Finans Norge deler i hovedsak utvalgets vurdering, og mener at dersom formuesskatten avvikles, bør en moderat statlig eiendomsskatt innføres.

8.2 Opsjoner i arbeidsforhold

Stortinget vedtok i statsbudsjettet for 2018 en ny og begrenset ordning for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold, hvor skatt på opsjonsgevinsten kan utsettes og gevinsten først skattlegges når aksjene man kjøper ved opsjonsinnløsningen, realiseres.¹⁵ Utvalget anbefaler at ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler i arbeidsforhold bør gjøres vesentlig mer attraktiv, blant annet for å sikre den kompetansen som trengs for å utvikle norske vekstbedrifter. Etter Finans Norges syn kan en utvidelse av ordningen ha en positiv virkning på gründerbedriftenes likviditet og deres evne til å rekruttere, beholde og kompensere medarbeidere.

8.3 Aksjesparekonto

I fjor ble det innført en ordning hvor personlige skattytere kan opprette en aksjesparekonto. Innskudd på kontoen kan benyttes til å investere i børsnoterte aksjer, børsnoterte egenkapitalbevis og aksjefond. Utvalget vurderer ordningen som positiv, ettersom den gjør det enklere og mer fleksibelt for ikke-profesjonelle investorer å investere i børsnoterte aksjer. Utvalget stiller samtidig spørsmål ved om ordningen er for smal, ved at aksjer i

¹⁵ Det eksisterer allerede særregler som innebærer at ansatte som har mottatt opsjoner i arbeidsforhold først vil betale skatt når de innløser (utøver) opsjonen. Stortinget vedtok i statsbudsjettet for 2018 en ny og begrenset ordning for beskatning av opsjoner i arbeidsforhold, for å styrke likviditeten i små og nyetablerte bedrifter, hvor skatt på opsjonsgevinsten kan utsettes og gevinsten i stedet skattlegges når aksjene man kjøper ved opsjonsinnløsningen, realiseres. Sistnevnte ordning er underlagt en rekke begrensninger, blant annet til selskapets størrelse og alder, opsjonsfordelens verdi, krav til lengde på ansettelsesforholdet mv.

unoterte selskaper ikke er omfattet, og det mener en utvidelse av ordningen på dette området bør utredes. Finans Norge vil fremheve at ordningen vil styrkes dersom det åpnes for at aksjesparekonto også kan omfatte unoterte aksjer.

Finans Norge mener

Formuesskatten bør avvikles som følge av dens negative innvirkning på kapitaltilgangen.

Forutsatt at formuesskatten avvikles, bør en moderat statlig eiendomsskatt innføres. Dersom investeringer i fast eiendom i større grad likebehandles med andre sparealternativer, oppnås trolig vesentlige samfunnsøkonomiske gevinster.

Næringslivets kapitaltilgang vil kunne styrkes dersom ordningen med aksjesparekonto også kan omfatte unoterte aksjer.

For å bedre gründerbedriftenes muligheter til å rekruttere, beholde og kompensere medarbeidere, bør ordningen for utsatt beskatning av opsjonsfordeler utvides.

9. Avsluttende merknader

Finans Norge slutter seg til utvalgets vurdering om at det norske kapitalmarkedet i hovedsak fungerer godt, men at det på flere områder bør styrkes. Regjeringen bør aktivt følge opp de fleste av utvalgets anbefalinger for å forbedre kapitalmarkedets virkemåte.

Særlig bør regjeringen sikre at garanterte pensjonsprodukter kan forvaltes med en høyere aksjeandel, slik at næringslivets egenkapitaltilgang øker, og samtidig bør skjevreguleringen i bankmarkedet avvikles, slik at stabiliteten i samlet kapitaltilgang styrkes.

En solid norsk finansnæring, som gis forutsigbare og konkurransedyktige rammevilkår, er avgjørende for et godt fungerende norsk kapitalmarked.

Med vennlig hilsen

Finans Norge

sign.

Idar Kreutzer
administrerende direktør

sign.

Erik Johansen
direktør

Vedlegg – utdypende noter

Note 6

I Norges Bank Aktuell kommentar nr. 3 2017, av Lars-Tore Turtveit, fremheves det at ved sterke økonomiske tilbakeslag som er isolert til Norge, kan filialene bidra positivt til å opprettholde samlet kredittilbud i Norge, mens de ved internasjonale tilbakeslag kan bidra negativt. Utenlandske datterbanker har derimot en adferd mer på linje med hjemlandsbanker. Turtveit viser til at en kilde til den mer volatile filialutlånsadferden er det fleksible handlingsrommet for allokering av egenkapital på tvers av land som en filialstruktur innebærer, og som derfor gir en fleksibel allokering av utlånskapasitet.

For internasjonale, empiriske studier, se blant annet:

- Adams-Kane, Jonathon, Julián Caballero og Jamus Lim (2014) «Foreign Bank Behavior during Financial Crises», IDB Publications (Working Papers) 6568, Inter-American Development Bank.
- Hoggarth, Glenn, John Hooley og Yevgeniya Korniyenko (2013): «Which way do foreign branches sway? Evidence from the recent UK domestic credit cycle», Financial Stability Papers 22, Bank of England.
- Peek, Joe og Eric S. Rosengren (1997): «Collateral damage: effects of the Japanese real estate collapse on credit availability and real activity in the United States», Working Papers 97-5, Federal Reserve Bank of Boston.
- Rosengren, Eric S. og Joe Peek (2000): «Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States», *American Economic Review*, 90(1), s.30-45.

Note 7

I en empirisk analyse som omfatter fire, små åpne økonomier, inklusive Norge, finner Aastveit, Bjørnland og Thorsrud (2016) at utenlandske sjokk forklarer en betydelig del av konjunktursvingningene. Hele 50-70 prosent av variansen i innenlandske variable forklares av globale og (verdens)regionale forstyrrelser. Liknende resultater identifiseres i en rekke internasjonale, empiriske forskningsstudier. Med utgangspunkt i en teoretisk, strukturell modell, finner også Bergholt (2015) tilsvarende resultater.

- Aastveit, Knut Are, Hilde C. Bjørnland og Leif Anders Thorsrud (2016): "The World Is Not Enough! Small Open Economies and Regional Dependence," *Scandinavian Journal of Economics*, 118 (1), s. 168-195.
- Drago Bergholt (2015): "Foreign shocks," Working Paper 2015/15, Norges Bank.