

Erfaringer og utfordringer

Jubileumsskrift

– 20 år som integrert finanstilsyn

*Redaksjonskomiteen for Kredittilsynets
jubileumsskrift har bestått av:*

*Avdelingsdirektør Sven-Henning Kjelsrud (leder)
Informasjonssjef Kjetil Karsrud
Seksjonssjef Hanne Myre
Tilsynsrådgiver Erik V. Pedersen
Spesialrådgiver Mette Rolland
Spesialrådgiver Siw-Mette Thomassen
Informasjonsrådgiver Arild Eide Johansen (sekretær)*

Redaksjonen avsluttet 1. september 2006.

Kredittilsynet

ISBN-13: 978-82-997376-0-9

ISBN-10: 82-997376-0-5

Innhold

Innledning	5
<i>Finn Hvistendahl og Bjørn Skogstad Aamo</i>	
Hilsen fra Finansdepartementet ved 20-årsjubileet	11
<i>Kristin Halvorsen</i>	
Del I. Historisk overblikk	
Kapittel 1	
Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? – Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet	17
<i>Sverre Knutsen</i>	
Kapittel 2	
Utviklingen av et samlet lovverk på finansområdet	50
<i>Erling Selvig</i>	
Kapittel 3	
Lovutviklingen på børns- og verdipapiriområdet	62
<i>Marius Ryel og Trude Myklebust</i>	
Del II. Internasjonale utviklingstrekk	
Kapittel 4	
The Benefits of an Integrated European Capital Market	83
<i>Charlie McCreedy</i>	
Kapittel 5	
Aims and General Outlines of Solvency II	90
<i>Karel Van Hulle</i>	
Kapittel 6	
The pension crisis: its causes, possible remedies, and the role of the regulator	97
<i>Ragnar Norberg</i>	
Kapittel 7	
The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?	108
<i>Claudio Borio</i>	
Kapittel 8	
Challenges for implementing Basel II for European supervisors	121
<i>Danièle Nouy</i>	
Kapittel 9	
Financial Regulation & Consumer Protection	127
<i>Howard Davies</i>	

Del III. Interne perspektiver på Kredittilsynets virksomhetsområder

Kapittel 10	
Utviklingen i finansmarkedene – utfordringer for Kredittilsynet fremover	135
<i>Emil Steffensen og Mette Rolland</i>	
Kapittel 11	
Mål og resultatkrav for finansiell stabilitet og velfungerende markeder	145
<i>Emil Steffensen</i>	
Kapittel 12	
Risikobasert tilsyn – utvikling av nytt verktøy	153
<i>Erik Lind Iversen</i>	
Kapittel 13	
Regulering av og tilsyn med eiendomsmeglingsbransjen	160
<i>Wilhelm Mohn Grøstad</i>	

Del IV. Eksterne perspektiver på Kredittilsynets virksomhetsområder

Kapittel 14	
Tilsynet med finans- og forsikringsnæringen sett fra næringen	169
<i>Arne Skauge</i>	
Kapittel 15	
Tilsynet med finansnæringen sett fra sparebankene	175
<i>Einar Kleppe</i>	
Kapittel 16	
Tilsyn med revisorer	182
<i>Bror Petter Gulden</i>	
Kapittel 17	
Makt versus effisiens	
– hvorfor Kredittilsynet aldri blir en forbrukerorientert institusjon	187
<i>Bent Sofus Tranøy</i>	
Appendiks	
Aktuelle oversikter for Kredittilsynets virksomhet i perioden 1986–2006	196

FINN HVISTENDAHL OG BJØRN SKOGSTAD AAMO

Innledning

Finn Hvistendahl er styreleder i Kredittilsynet. Bjørn Skogstad Aamo er kredittilsynsdirektør.

Styret og ledelsen i Kredittilsynet vil med dette jubileumsskriftet markere at det er 20 år siden Kredittilsynet ble dannet i 1986. Da ble Bankinspeksjonen, der Meglerkontrollen var innpasset fra 1983, og Forsikringsrådet slått sammen. Med dette ble den første integrerte tilsynsmyndigheten for hele finansmarkedet i de vestlige land opprettet. Etter hvert ble dette en modell som stadig flere land har valgt. Også finansnæringen i Norge har sett framover og valgt en felles organisering for kredittinstitusjoner og forsikringsselskaper.

Et felles tilsyn for hele finansmarkedet legger et bedre grunnlag for å møte den dynamiske utviklingen av produkter og tjenester i markedet og for tilsynet med finansielle grupperinger på tvers av tradisjonelle bransjeskiller. For å gi trygghet for brukerne og bidra til at markedene fungerer godt, har Kredittilsynet også ansvar for eiendomsmegling, inkassovirksomhet, forsikringsformidling, tilsyn med revisorer og regnskapsførere og tilsyn med at børsnoterte foretak følger regnskapslov og internasjonale regnskapsstandarder.

Som Sverre Knutsen viser, har det skjedd en betydelig utvikling av det praktiske tilsynsarbeidet både overfor finansnæringen og aktørene i verdipapirmarkedet. I andre artikler i del I, blant annet av tidligere styreleder Erling Selvig, er det gjort nærmere rede for utviklingen av lovgrunnlaget for tilsynsarbeidet.

Kredittilsynet ønsker å benytte 20-årsjubileet til å feste oppmerksomheten på de utfordringene tilsynet vil stå overfor i de nærmeste årene. Hovedtyngden av artikler i dette skriftet er derfor knyttet til analyse av endringer i markeder og internasjonale og nasjonale rammevilkår som Kredittilsynet står overfor i sitt tilsynsarbeid. Artiklene og drøftingene på jubileumsseminaret 14. september vil bidra til det avsluttende arbeidet med Kredittilsynets strategiske plan for perioden 2006 til 2009.

Artikkelsamlingen søker å belyse ulike sider av tilsynet med finansnæringen. Etter presentasjonene av Kredittilsynets arbeid gjennom de siste 20 årene og lovutviklingen på finans- og verdipapirirområdet i del I, tar artiklene i del II opp internasjonale utviklingstrekk. Her omtales fordeler ved et internasjonalt europeisk kapitalmarked, endringer i forsikrings- og pensjonsmarkedet og tilsynsmyndighetenes rolle, finansiell stabilitet og tilnærming til

tilsyn og regulering, utfordringer knyttet til gjennomføringen av et nytt kapitaldekningsregelverk (Basel II) for europeiske tilsynsmyndigheter og den britiske tilsynsmyndighetens erfaringer fra arbeidet med finanstilsyn og forbrukerbeskyttelse.

Som del av forberedelsene til ny strategisk plan er det utarbeidet analyser av utviklingen i finansmarkedene og nye utfordringer for tilsynet, og vurderinger av mål og resultatkrav for finansiell stabilitet og velfungerende markeder. I del III er disse analysene presentert sammen med artikler som tar opp utviklingen av nytt tilsynsverktøy for risikobasert tilsyn og arbeidet med tilsyn og nytt lovverk for eiendomsmeglingsbransjen.

Den fjerde og siste delen gir eksterne perspektiver på Kredittilsynets arbeid og virksomhetsområder, først sett fra Finansnæringsens Hovedorganisasjon. Artikkelen gir deres syn på tilsynet med finans- og forsikringsnæringsen i dag, også i et europeisk perspektiv. Deretter beskriver Sparebankforeningen tilsynet med finansnæringsen sett fra sparebankene – og omtaler også Kredittilsynets arbeid under og etter bankkrisen. De avsluttende artiklene tar for seg henholdsvis tilsynet med revisorbransjen og Kredittilsynets rolle i finansmarkedet, særlig i forhold til forbrukerne i et deregulert marked.

Vi takker artikkelforfatterne for verdifulle bidrag til markeringen av 20-årsjubileet og til den videre debatten om de utfordringene vi står foran i årene som kommer. Vi takker også redaksjonskomiteen for arbeidet med jubileumsskriftet, og ønsker med dette god lesning!

Norsk økonomi har de siste årene vært preget av betydelig vekst både i offentlig og privat sektor. Investeringene øker i næringslivet, og mange foretak har hentet frisk kapital i det norske aksjemarkedet. En solid finansnæring med evne til å bære risiko, en god finansiell infrastruktur og kompetente aktører i verdipapirmarkedet har bidratt positivt til denne utviklingen. Det har vært bred politisk enighet om lover og rammebetingelser som kan kombinere krav til soliditet med vilkår som gir rimelige konkurranseforhold overfor utlandet og reell konkurranse mellom ulike aktører i Norge. Storting og Regjering har gitt Kredittilsynet muligheter til å utvikle kapasitet og kompetanse slik at det kan føres et aktivt tilsyn med at regelverket blir fulgt og at finansinstitusjonene er solide.

Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er Kredittilsynets hovedmål. Bak begge målene ligger det viktige samfunnsøkonomiske hensyn. Finansiell stabilitet og velfungerende markeder er nødvendige for økonomisk vekst og sysselsetting. Solide finansinstitusjoner med god kontroll over sin virksomhet reduserer faren for kriser som kan forstyrre en gunstig økonomisk utvikling. Konkurranse, god informasjon, gode spilleregler og normer er viktige for at markedene skal fungere godt. At aktørene følger gode etiske normer er et samfunns mål med stor egenverdi som Kredittilsynet vil legge vekt på i sitt arbeid. Begge hovedmålene er viktige for å beskytte forbrukerne. I sin nye strategiske plan vil Kredittilsynet fortsette å legge vekt på interessene til brukerne av de tjenester som ytes av virksomheter under tilsyn.

Kredittilsynets første tiår var preget av en omfattende krise i det norske banksystemet. Staten måtte overta forretningsbanker med mer enn tre fjerdedeler av forvaltningskapitalen i denne bankgruppen. Sparebanker med halvparten av gruppens forvaltningskapital trengte betydelig kapitaltilførsel fra staten eller sikringsfondet. Denne delen av historien er grundig dokumentert i boken *Vern mot kriser? Norsk finanstilsyn gjennom 100 år* av Sverre Knutsen og Gunhild J. Ecklund fra 2000.

Det neste tiåret var preget av gunstige økonomiske omgivelser for finansnæringen. Kredittilsynets har lagt vekt på at finansinstitusjonene skal ha solid egenkapital og god intern kontroll for å hindre nye kriser og for å fylle sin samfunnsrolle ved også å kunne ta ny risiko i sin kredittgivning. Utsiktene for norske finansinstitusjoner framstår på kort sikt som meget gode. Internasjonale erfaringer viser imidlertid at det nettopp er i sterke vekstperioder at det kan legges grunnlag for framtidige problemer. De senere årenes sterke vekst i boligpriser og husholdningsgjeld skaper reell risiko for et brått omslag der boligprisene også kan synke, med de problemene det kan medføre for en del av dem som sist kom inn i markedet med høy belåningsgrad. På forsikringsområdet er det fortsatt krevende å imøtekomme de garantier om avkastning som er avgitt. Samtidig vil pensjonsforpliktelsene for en befolkning som lever stadig lengre skape nye utfordringer.

Finansiell stabilitet vil derfor også i den kommende strategiperioden være et hovedmål for Kredittilsynet. Det er fortsatt grunn til å passe på at bankene har god internkontroll og tilstrekkelig kapital til å kunne møte endringer i internasjonale forhold og i norske markeder. På forsikringsområdet vil oppgaven i første rekke være å utvikle et regelverk og en forvaltningsmodell som gjør det lettere å ivareta de langsiktige forpliktelsene.

Det norske verdipapirmarkedet har vært gjennom en betydelig utvikling de siste 20 årene og framstår som vesentlig bedre regulert og mer modent enn da tilsynet ble dannet i 1986. Det var da også mangel på ryddighet i verdipapirmarkedet som Finansdepartementet så som den viktigste oppgaven ved etableringen av Kredittilsynet. Selv om et verdipapirmarked alltid vil oppleve svingninger og overraskelser, har det norske aksjemarkedet de siste årene vist en økende evne til å tilføre ny kapital for voksende norske virksomheter.

Kredittilsynet har nå også fått ansvaret for tilsyn med at børsnoterte foretak følger regnskapslov og internasjonale regnskapsstandarder. Sammen med tilsynet med revisorer, regnskapsførere, forsikringsformidlere, eiendomsmeglere og inkassoforetak vil oppgaver for å bidra til **velfungerende markeder** etter hvert bli like viktige og få et like stort omfang som det tradisjonelle soliditetstilsynet med banker og forsikringsselskaper.

Den nye strategiske planen blir således preget av to likestilte hovedmål:

finansiell stabilitet og velfungerende markeder

Mål og delmål ble nærmere drøftet i et notat om ”Mål og rapportering” fra desember 2005 som et innspill til Kredittilsynets neste strategiske plan. Notatet skisserer også hvordan gjennomføringen av målene kan dokumenteres på en bedre måte. Notatet ble sendt på høring til bransjeorganisasjoner og samarbeidspartnere, og Kredittilsynet har mottatt mange verdifulle kommentarer som inngår i det videre arbeidet med den strategiske planen.

Ved utformingen av regelverket og i tilsynet med at institusjonene etterlever det, må det legges stor vekt på å ivareta interessene til forbrukerne og andre brukere av tjenestene. Norske sparere har tradisjonelt hovedsakelig spart i bank og vært avventende til investeringer i aksjer, fond og andre spareformer. Det er nå en klart økende interesse for nye spareformer, ikke minst som følge av det relativt lave rentenivået. Dessverre har ikke alle tilbud av nye spareprodukter vært preget av en så god og balansert informasjon som ønskelig. Kredittilsynet har presentert forskrifter og nærmere veiledning for informasjon om sammensatte spareprodukter som etter hvert skal gjelde både for finansinstitusjoner og verdipapirforetak. I den kommende strategiperioden vil det være en prioritert oppgave også å bidra til å utvikle regelverk og veiledning slik at den rådgivningen som både finansinstitusjoner og verdipapirforetak bør drive, får et faglig forsvarlig nivå. De finansielle produktene må gis en utforming og en tilhørende informasjon som gir deres brukere reelle muligheter til å treffe begrunnede valg, f.eks. når det gjelder risiko og mulig avkastning.

Kredittilsynet vil videreføre sitt aktive samarbeid med forbrukerorganene, blant annet med sikte på bedre generell informasjon om finansielle markeder og produkter, men kan innenfor egne ressurser bare i begrenset grad ta ansvar for informasjon til og opplæring av forbrukerne.

Kredittilsynet har sammen med Forbrukerrådet og Forbrukerombudet utarbeidet et opplegg for en internettbasert informasjonsportal for finanssektoren som kan bli et viktig verktøy for både å gi mer presis og bedre informasjon til vanlige forbrukere om ulike finansprodukter og deres egenskaper. I brev til Finansdepartementet og Barne- og likestillingsdepartementet er det redegjort for de økonomiske ressursene som vil være nødvendige for å få en vellykket etablering av Finansportalen.no. Kredittilsynet vil kunne bidra faglig til etablering og drift, men virksomheten må ha en selvstendig finansiering dersom den skal få tilstrekkelig tyngde. Oppgavene som skal ivaretas gjennom portalen går etter Kredittilsynets mening utover det som naturlig faller inn under finansieringen gjennom tilsynsavgift fra enheter under tilsyn.

Den tradisjonelle tilsynsmodellen var preget av at det alt vesentlige av finansmarkedet ble betjent gjennom finansinstitusjoner med konsesjon fra det landet der virksomheten ble utøvet. Det økende innslaget av filialer fra andre EØS-land skaper behov for å utvikle en tilsynsmodell der hjemlandets soliditetstilsyn suppleres med et aktivt vertslandstilsyn knyttet til atferden i markedet. Dette må bygge på rammene som følger av det europeiske lovverket, kombinert med en systematisk og aktiv innsats for å ivareta brukernes interesser og overvåke hvitvaskings- og andre markedsrelaterte bestemmelser.

Det er Kredittilsynets inntrykk at ledelsen for de større filialene som opererer i det norske markedet finner det naturlig med en regelmessig kontakt også med vertslandstilsynet, forutsatt at en unngår urimelig dobbeltarbeid og uklare ansvarsforhold. For Kredittilsynet framtrer utviklingen av vertslandstilsynet som en viktig oppgave i den kommende strategiperioden også for å bevare en helhetlig oversikt over det norske finansmarkedet. Samarbeidet med hjemlandstilsynene må utvikles videre for å sikre tilsynet med soliditeten og en rasjonell arbeidsdeling.

Den europeiske lovgivningsprosessen skaper både muligheter og utfordringer for norsk virksomhet. Når det skal lages felles regelverk for nærmere 30 europeiske land synes det å være en klar tendens til at reglene blir mer kompliserte og detaljerte enn det hvert enkelt land tidligere hadde behov for. Både ved gjennomføringen av nye EU-regler og i vurderingen av eksisterende norsk regelverk må det i årene som kommer være en viktig oppgave å vurdere mulighetene for å forenkle det samlede regelverket.

Tilsynet med at finansinstitusjonene har betryggende soliditet vil bli preget av de store endringene i kapitaldeknings- og tilsynssystem som følger med Basel II-reformen. Myndighetenes krav til kapital skal bedre enn før avspeile den reelle risiko. Det er imidlertid fare for at modellberegninger som preges av de senere års gunstige utvikling i økonomi og næringsliv, gir for lav bufferkapital til å møte mulige framtidige tilbakeslag og næringsproblemer. Kredittilsynet vil være nødt til å ta høyde for at økonomi og konjunkturer kan svinge en god del. Nødvendige sikkerhetsmarginer og handlefrihet til å møte uventede situasjoner må kombineres med en god dialog med berørte næringsorganisasjoner og med en uforming av et regelverk og en tilsynspraksis som ikke gir unødige konkurranseulemper for norsk virksomhet.

Stortingets vedtak om det framtidige pensjonssystemet medfører at alle virksomheter nå etablerer pensjonsordninger for sine ansatte. De norske reglene og tilsynstradisjonene har bidratt til stor trygghet for de ansattes rettigheter, enten pensjonsoppsparingen har funnet sted gjennom pensjonskasser eller livsforsikringsselskaper. I motsetning til i enkelte andre land, har ikke norske ansatte gått glipp av de pensjonsrettighetene som har vært lovet. Med tusenvis av nye virksomheter som skal tilby sine ansatte pensjonsordninger, og mange aktører i aktiv konkurranse, vil det i perioden bli stilt store krav til veiledning og tilsyn med at ordningene blir etablert på en betryggende måte. Ikke minst må det legges vekt på at informasjon og forsikringsformidling drives på en måte som brukerne, både foretakene og deres ansatte, er tjent med.

Et annet viktig utviklingstrekk som preger de fleste virksomheter under tilsyn, er den økte vekten som må legges på operasjonell risiko. Ikke minst henger dette sammen med økt avhengighet av informasjons- og kommunikasjonsteknologi både i driften av institusjonene og i deres kontakt med kundene. En må regne med at institusjonene med jevne mellomrom vil bli utsatt for forsøk fra kriminelle grupperinger på å trenge inn i de elektroniske systemene og søke å få tak i midler gjennom slike kanaler. Kredittilsynet bygger sitt tilsyn på at ansvaret for driften av den enkelte virksomhet ligger hos styret og den daglige ledelsen. Ikke minst vil det være viktig at det er tilstrekkelig intern kontroll med de ulike typer operasjonell risiko som virksomheten står overfor. Det er likevel naturlig og nødvendig at Kredittilsynet viderefører og øker sin innsats når det gjelder operasjonell risiko, ikke minst innenfor IKT-området. For Kredittilsynet vil det særlig være tiltak som er av felles betydning for mange enheter, slik som betryggende drift av infrastrukturen og vern mot angrep fra kriminelle grupperinger som må prioriteres.

Integrert tilsyn gir det beste utgangspunktet for effektivt tilsyn – men med nye oppgaver og stadig nytt internasjonalt og nasjonalt regelverk er det krevende å bevare oversikten samtidig som alle enkeltoppgaver utføres på en tilfredsstillende måte. I utviklingen av Kredittilsynets organisasjon og virksomhet blir det viktig å få til en best mulig praktisk samordning av

saksbehandling og tilsyn. Dette må blant annet gjøres gjennom videre utvikling av elektronisk rapportering og saksbehandling. På flere områder tar Kredittilsynet sikte på å legge til rette for elektronisk søknadsbehandling. Kredittilsynet har strategisk valgt å knytte mye av den videre utviklingen når det gjelder rapportering og dialog med tilsynsenhetene til Altinn-systemet. Siden Brønnøysundregistrene og Skatteetaten og andre norske myndigheter gjør det samme, bør dette kunne gi praktiske fordeler for virksomheter under tilsyn og for tilsynet selv.

Kredittilsynet har lagt vekt på å forbedre sin service, blant annet ved å sette mål om at de fleste forvaltningssaker skal behandles i løpet av 30 dager. Både når det gjelder service overfor brukerne og effektiv offentlig ressursbruk, vil det være hensiktsmessig med en ytterligere delegasjon av vedtakskompetanse fra Finansdepartementet til Kredittilsynet. Siktemålet bør være at en kommer mer på linje med ordningen i andre europeiske land der saker på finansområdet bare behandles i en instans, tilsynsmyndigheten.

Både finansnæringen og de øvrige virksomhetene som Kredittilsynet fører tilsyn med, har stor betydning for annen norsk økonomisk virksomhet. En kompetent og solid norsk finansnæring og dyktige og ryddige aktører når det gjelder verdipapirromsetning, revisjon, regnskapsføring og formidlingsoppgaver kan gi viktige bidrag til fortsatt vekst og utvikling i norsk økonomi også i årene som kommer.

Den sterke utviklingen av norsk økonomi og finanssparing gjennom flere år har gitt nye forutsetninger for en styrking av norsk finansnæring. En forbedring av norske aktørers posisjon på det innenlandske markedet og i utlandet kan også være tjenlig for brukerne av finansielle tjenester. Utfordringen for Kredittilsynet vil være å medvirke til et regelverk og en praktisering som gir best mulig konkurransevilkår for norsk finansnæring, samtidig som at de grunnleggende kravene til stabilitet og velfungerende markeder blir ivaretatt.

Kredittilsynet legger til grunn at ansvaret for utviklingen av forretningsvirksomheten i enheter under tilsyn tilligger styret og den daglige ledelsen. Det er ikke Kredittilsynets oppgave å spille en førende rolle i utviklingen av nye produkter og forretningsmessige virksomheter. Kredittilsynet vil samtidig være opptatt av en dialog og et samarbeid med bransjeorganer og enheter under tilsyn, med sikte på at regelverket, forvaltningen og det aktive tilsynet kan gi et godt grunnlag for utviklingen av sterke norske aktører og næringer. Dette dynamiske perspektivet vil være viktig for Kredittilsynet. i årene som kommer og for utformingen av en ny strategisk plan.

KRISTIN HALVORSEN

Hilsen fra Finansdepartementet ved 20-årsjubileet

Kristin Halvorsen er finansminister.

Gratulerer med jubileet!

Når Kredittilsynet nå fyller 20 år, er det en stor glede for meg å takke alle som har stått på i Kredittilsynet fra det ble opprettet i 1986.

Jeg vil også rette en spesiell takk til dem som i disse årene har påtatt seg styreverv i Kredittilsynet, og til Kredittilsynets øvrige ledelse.

Kredittilsynet er bærer av en tilsynsaktivitet med lange røtter. Sverre Knutsen og Gunhild J. Ecklund peker i sin bok *Vern mot kriser? – Norsk finanstilsyn gjennom 100 år* på at utviklingen av et offentlig tilsyn opprinnelig primært var sosialpolitisk motivert. Ønsket om å beskytte allmennhetens interesser gjennom tilsynsvirksomhet, ga seg utslag i at sparebanker og livsforsikringsselskaper ble underlagt tilsyn. At forretningsbanker og skadeforsikringsselskaper ikke ble underlagt tilsyn fra starten av, skyldtes visstnok at kundegrunnelaget ikke ble ansett som bredt nok.

I den mellomliggende tid har tilsynets organisering og oppgaver gjennomgått store endringer, slik også samfunnet og finansnæringen har. Et betydelig grep ble tatt da de ulike tilsynsorganer ble slått sammen i én institusjon – Kredittilsynet – i 1986.

I lys av utviklingen etter 1986 må vi kunne slå fast at opprettelsen av Kredittilsynet var svært framtidsrettet. I internasjonal sammenheng var Norge helt i front da vi opprettet Kredittilsynet, og dermed fikk ett tilsynsorgan for hele finansmarkedet. I de 20 år som er gått, har stadig flere land organisert tilsynet på denne måten. Selv mener jeg vi kan slå fast at vi i Norge har høstet store fordeler av å ha ett tilsyn. At mange land senere har tatt etter oss i måten å organisere tilsynet på, får vi bare ta som en bekreftelse på at denne tilsynsmodellen, i et stadig mer integrert finansmarked, fungerer godt også i andres øyne.

Soliditetshensyn preger tilsynstradisjonen for finansnæringen. Etter kredittilsynsloven skal Kredittilsynet passe på at de institusjoner det har tilsyn med, virker på en hensiktsmessig og

betryggende måte. Det har hele tiden vært en målsetting å skåne kundene for tap som følge av tap på utlån mv. Oppbygging av reserver i den enkelte institusjon, i noen grad supplert med sikringsordninger, har vært viktige virkemidler i så måte. Jeg vil benytte denne anledningen til å understreke viktigheten av gode soliditetsregler. Som en del av det samlede soliditetstilsyn er det i de senere årene lagt betydelig vekt på å forebygge mer omfattende finansielle kriser.

Kredittilsynets og Norges Banks innsats for å kartlegge utsiktene til finansiell stabilitet, kan gi viktige signaler om når – og hvor – faren for en mer omfattende krise er størst. Dette åpner for en strategisk bruk av tilsynsressursene. Vi må imidlertid huske at økonomiske sjokk gjerne kommer overraskende, både på myndigheter og markedsaktører. Det er derfor helt avgjørende at myndighetene bidrar til trygghet, og at denne også skal være sikret i dårlige tider. Særlig viktig er det derfor at myndighetene holder fast på dette perspektivet når finansnæringen går godt og utsiktene til fortsatt finansiell stabilitet er gode. Hvis ikke risikerer vi at soliditetskravene blir oppjustert etter at grunnlaget for neste krise er lagt, for deretter gradvis å bygges ned inntil grunnlaget også for neste krise er et faktum.

Myndighetenes regulering av finansmarkedene må tilpasses konkurransesituasjonen, og konkurransen i finansmarkedene er mer omfattende enn tidligere. For norske investorer er for eksempel terskelen for å handle aksjer på andre markedsplasser enn Oslo Børs senket, og også overfor utstederselskapene må Oslo Børs vise at notering på denne børsen frambringer kapital og likviditet til gunstige betingelser. Oslo Børs er omdannet til aksjeselskap med private aksjonærer. Kredittilsynet må derfor etter hvert overta tilsynsoppgavene knyttet til prospektkontroll, som tradisjonelt har ligget ved Oslo Børs, slik at det utøves et nøytralt tilsyn. Som kjent har Kredittilsynet fra 1. januar 2005 hatt ansvaret for tilsyn med at norske børsnoterte selskaper følger de internasjonale regnskapsstandardene. Også innenfor det mer tradisjonelle soliditetstilsynet går utviklingen i retning av at tilsynsorganet får økt ansvar ved at det skal vurdere om risikoforholdene gjør det nødvendig å supplere de generelle lov- og forskriftsfastsatte minimumskravene til kapital for den enkelte institusjon.

Også i andre henseender er finansmarkedet og Kredittilsynets tilsynsansvar i endring. Da Kredittilsynet ble opprettet, var for eksempel produkter med garantert avkastning husholdningenes viktigste finansielle spareprodukter. Utviklingen går imidlertid stadig i retning av spareprodukter hvor kunden overtar mer av risikoen fra finansinstitusjonen. Da blir det mindre utfordrende å sikre soliditeten, men mer utfordrende for kunden å danne seg en formening om risiko og utsiktene til avkastning. Det er derfor svært viktig at informasjonen til kundene er god.

Økonomisk kriminalitet er et samfunnsproblem som må tas alvorlig. På grunn av de store pengebeløpene som håndteres innen finansnæringen, utgjør økonomisk kriminalitet en særlig trussel mot finansinstitusjonen og mot samfunnet. Institusjonene kan selv påføres tap. De er også utsatt for å bli utnyttet som instrumenter for å påføre andre tap eller skjule utbyttet av straffbare handlinger. På sitt virkeområde har Kredittilsynet en viktig rolle å spille i arbeidet med å forhindre økonomisk kriminalitet.

Et ordnet verdipapirmarked som investorene – store som små – kan ha tillit til, er sentralt for god og riktig priset kapital til næringslivet. Innsidehandel og annen markedsmanipulasjon

svekker denne tilliten. Derfor er det viktig å forebygge denne typen kriminalitet gjennom høy oppdagelsesrisiko og effektive sanksjoner. Jeg er derfor svært glad for det tettere samarbeidet mellom ØKOKRIM og Kredittilsynet i disse sakene.

Finansdepartementet har den senere tid sterkt understreket at hensynet til forbrukerne og andre kunder er svært viktig og generelt må tillegges stor vekt i regelverksutformingen. Vi er i denne forbindelse også opptatt av at investorene skal få enkel, ryddig og saklig informasjon om kostnader, risiko og forventet avkastning på spareproduktene. Når vi skal legge større vekt på sluttbrukerperspektivet i finansnæringen, øker imidlertid også behovet for samordning med andre offentlige etater, så som forbrukermyndigheter og Konkurransetilsynet. Selv om disse organene er selvstendige og fyller ulike roller, er det mye å vinne for samfunnet og forbrukerne ved at de ulike etatene har et ryddig samarbeid blant annet når det gjelder opplysning og informasjon til forbrukerne.

Lykke til videre, og takk for samarbeidet så langt.

Del I. Historisk overblikk

Kapittel 1

SVERRE KNUTSEN

Finansiell stabilitet og velfungerende markeder? – Finanstilsyn etter det nyliberale skiftet

Sverre Knutsen er førsteamanuensis i økonomisk historie ved Institutt for innovasjon og økonomisk organisering, Handelshøyskolen BI.

Kredittilsynet startet den operative virksomheten sin våren 1986.¹ Det nye finansielle tilsynet ble til gjennom en fusjon av Forsikringsrådet og Bankinspeksjonen, som alt hadde fått ansvar for kontrollen med verdipapirhandelen. Under styre og direktør, skulle etaten organiseres i fire avdelinger, henholdsvis Tilsynsavdeling, Utredningsavdeling, Verdipapir- og megleravdeling og Administrasjonsavdeling. På det første protokollerte styremøtet i Kredittilsynet, den 29. april 1986, var første sak på dagsordenen naturlig nok organiseringen av det videre arbeidet. Styret diskuterte en foreløpig administrasjonsordning som skulle gjelde inntil tilsynsdirektør og lederne for de fire avdelingene ble ansatt.² Av tilsynssaker og faglige saker for øvrig, behandlet styret en konsesjonssak for forsikringsvirksomhet, samt ordningen av oppgjør rutiner i fondsmeglerforetak. Men øverst på dagsordenen som fagsak sto markedsatferd i verdipapirhandelen, og særlig atferden i et raskt voksende aksjemarked.

I begynnelsen av 1980-årene fant det sted en omfattende og dyptgående liberalisering av finansmarkedene nasjonalt og internasjonalt. Denne prosessen har også blitt betegnet ”det nyliberale skiftet”. Etterkrigstidens finansielle reguleringsregime hadde vært preget av omfattende kredittpolitisk styring, vingeklipte verdipapirmarkeder, og politisk styrt kredittasjonering. Det nyliberale skiftet innebar at et regime som langt på vei hadde satt markedsmekanismene ut av spill, nå ble avløst av et nytt, markedsbasert reguleringsregime.

¹ Ved lov av 7. juni 1985 ble lov 7. desember 1956 om *offentlig tilsyn med banker og andre kredittinstitusjoner (Bankinspeksjonen)* endret til lov 7. desember 1956 om *Tilsynet for Kredittinstitusjoner, forsikringselskaper og verdipapirhandel m.v.* (Kredittilsynet).

² Kredittilsynets arkiv/styrearkivet (heretter KTA-S): Styremøte 29.04.1986

Liberaliseringen, og ikke minst måten den ble gjennomført på, bidro til finansiell ustabilitet og en alvorlig bankkrise i Norge. Denne ga det nyetablerte Kredittilsynet hendene fulle med oppgaver knyttet til krisehåndtering fra 1988 og fem–seks år fremover. Liberaliseringen og den revolusjonerende utviklingen innen informasjons- og kommunikasjonsteknologi, ga et stort og vedvarende løft til utviklingen av verdipapirmarkedene i Norge. Alt dette innebar nye og krevende oppgaver for det finansielle tilsynet.

Formålet med denne artikkelen er å trekke opp noen hovedlinjer i Kredittilsynets virksomhet gjennom de første tjue årene etter etableringen i 1986. I forbindelse med et slikt historisk oversyn, er det noen spørsmål som det synes nærliggende å stille: Hvorfor har vi utviklet et integrert tilsyn i Norge? Hvilken rolle har dette tilsynet spilt i en liberalisert finanssektor der markedsmekanismene har fått stadig økende spillerom, og reguleringene i økende grad har blitt markedskonforme? Hvordan er situasjonen nå? Har vi en tilsynsetat som er på høyden i forhold til de utfordringer som utviklingen i finanssektoren reiser, nasjonalt og internasjonalt? Dette er sentrale problemstillinger i denne artikkelen.

Bakgrunnen for etableringen av Kredittilsynet

Kredittilsynet ble etablert i henhold til en ny lov av 7. juni 1985, ved at den gamle loven om Bankinspeksjonen ble endret til lov av 7. desember 1956 om ”Tilsynet for Kredittinstitusjoner, forsikringsselskaper og verdipapirhandel m.v.” Lovforslaget ble fremmet i midten av mars 1985.³ Fra midten av 1970-tallet ble Bankinspeksjonens oppgaver stadig utvidet ved at tilsynet med finansieringsforetak, aksjefond og låneformidlere ble lagt dit. Den 10. desember 1982 besluttet regjeringen også at tilsynet med fonds- og eiendomsmeglere, inkludert advokater som utførte eiendomsmegling, skulle legges til Bankinspeksjonen med virkning fra 1. januar 1983.⁴ Det skjedde med andre ord en begynnende integrasjon av det finansielle tilsynet alt fra begynnelsen av 1980-tallet.

Allerede i mandatet til Forsikringslovutvalget – det såkalte Harlem-utvalget – ba regjeringen om at man så på spørsmålet om en samordning av forsikringstilsynet og banktilsynet. I september 1983 nedsatte regjeringen en interdepartemental arbeidsgruppe for å vurdere om det var hensiktsmessig med en samordning. Det synes som at man på regjeringshold var informert underhånden om at Forsikringslovutvalget kom til å stille seg positive til en samordning av tilsynene. Arbeidsgruppen innstilte den 14. november på at man i løpet av 1985 skulle ta sikte på å opprette et nytt tilsynsorgan basert på Bankinspeksjonens og Forsikringsrådets oppgaver.⁵ Harlem-utvalgets innstilling forelå i desember 1983.⁶ Utvalget var i innstillingen positive til en slik samordning, særlig med henblikk på de kredittbeslutningene som forsikringsselskapene foretok i kapitalforvaltningen sin.

På grunnlag av arbeidet i det interdepartementale utvalget gikk regjeringen i desember 1983 inn for en samordning, og vedtok å opprette en prosjektgruppe med oppgave å utforme

³ Ot.prp. nr. 49 (1984-85)

⁴ Jf. lov 14. august 1981 om fonds- og aksjemeglere og lov 24. juni 1938 om eiendomsmeglere.

⁵ Prosjektgruppens rapport: ”Forslag til samordning av Forsikringsrådets og Bankinspeksjonens virksomhet (Kredittilsynet)”, Kredittilsynets arkiv, Brynseng (KTA).

⁶ NOU 1983: 52 *Forsikring i Norge*

praktiske løsninger for fusjonen, samt komme med forslag til nødvendige lovendringer. Prosjektgruppen ble oppnevnt i mai 1984 med banksjef Finn B. Henriksen som formann, og besto ellers av representanter fra Norges Bank, Finansdepartementet, Bankinspeksjonen, Forsikringsrådet og Rasjonaliseringsdirektoratet. Forsikringsrådet hadde for øvrig blitt etablert i 1911, mens Bankinspeksjonen kunne føre sine røtter tilbake til 1900 med utnevnelsen av en sparebankinspektør i Finansdepartementet og senere etableringen av et felles tilsyn for spare- og forretningsbanker i 1924.⁷

Prosjektgruppens innstilling forelå våren 1985, med et detaljert forslag til omorganisering av Forsikringsrådet og Bankinspeksjonen til en integrert tilsynsetat kalt Kredittilsynet.⁸ Innstillingen lå til grunn for den odelstingsproposisjonen som regjeringen utarbeidet i saken. Det ble fremført flere argumenter for et integrert tilsyn. For det første ble det vist til at finanssektoren var preget av økt konkurranse og internasjonalisering, og store strukturendringer som følge av dette. For det andre ble det argumentert med at det foregikk en utvikling med økt samarbeid mellom bank- og forsikring. Her var det nok blant annet samarbeidsavtalen fra våren 1984 mellom UNI Forsikring og Kreditkassen som spøkte i bakgrunnen. For det tredje ble det pekt på at forsikringsselskapene var betydelige kapitalforvaltere. For det fjerde ble det argumentert med at myndighetenes risiko- og sikkerhetsvurderinger for banker og forsikringsselskaper hadde mange felles trekk. Alt dette begrunnet ifølge regjeringen en integrert tilsynsetat. I tillegg ble det argumentert for at en samordning ville føre til en ønsket administrativ rasjonalisering og til effektivisering av tilsynsarbeidet. Dessuten ville den planlagte fusjonen gi et bedre grunnlag for et attraktivt fagmiljø og for rekruttering.

Strukturendringer i det finansielle systemet i retning av finansielle konglomerater og behovet for å få mest mulig ut av begrensede ressurser gjennom etablering av storskalafordeler, var således hovedårsakene til dannelsen av et integrert finanstilsyn i Norge.

Etableringen av en ny, integrert tilsynsetat skjedde i vekselvirkning med det nyliberale skiftet i finanssektoren. Dette skiftet besto av en rekke regulatoriske endringer, fra omkring 1980 og fremover mot midten av 1980-tallet. Rentedannelsen ble liberalisert i tråd med innstillingen fra det såkalte Renteutvalget, som avleverte sin innstilling i januar 1980.⁹ Lavrentepolitikken med administrativ rentefastsettelse gjennom såkalt rentenormering ble avvirket. I første omgang ble lavrentepolitikken videreført ved at Finansdepartementet forsøkte å styre rentenivået i lånemarkedet gjennom ”renteerklæringer”. Fra september 1985 ble imidlertid dette avløst av et system for såkalt renteovervåking fra Finansdepartementet og Norges Bank. Først fra januar 1987 kan vi snakke om fri rentedannelse, etter nærmere femti års renteregulering og 40 års lavrentepolitikk. Fra januar 1984 var dessuten alle former for kvantitative utlånsreguleringer avvirket.

Etter Stortingets behandling av Renteutvalgets innstilling i 1980, ble det innledet en prosess med sikte på å liberalisere obligasjonsmarkedet. Denne liberaliseringen ble riktignok

⁷ S. Knutsen og G. Ecklund (2000): *Vern mot kriser? Norsk finanstilsyn gjennom 100 år*, Bergen: Fagbokforlaget, kap. 3 og kap. 4

⁸ Se note 5.

⁹ NOU 1980: 4 *Rentepolitikk*

reversert en periode i 1982–83, men fra midten av 1980-tallet var renten i obligasjonsmarkedet markedsbestemt. Fra 1984 gikk Norges Bank aktivt inn i obligasjonsmarkedet som såkalt markedspleier. Plasseringsplikten og mesteparten av den direkte emisjonsreguleringen var avviklet i 1985.

Verken Bankinspeksjonen eller Forsikringsrådet hadde hatt noen fremskutt rolle i den kredittpolitiske styringen. Men i forbindelse med den økte markedsorienteringen etter 1980, ble situasjonen helt annerledes. Det finansielle tilsynet fikk en langt viktigere rolle i en markedsbasert finanssektor hvor oppgaven nå var å bidra til mest mulig velfungerende markeder og finansiell stabilitet.

Oppgaver og organisering den første tiden

Det nye, integrerte Kredittilsynet fikk altså en rekke tilsynsoppgaver allerede fra starten. Staten skulle altså føre tilsyn med banker, finansieringsselskaper, forsikringsselskaper og verdipapirhandelen, og skulle videre følge utviklingen i eiendomsmarkedet og føre tilsyn med eiendomsmeglerne. Kredittilsynet hadde også forvaltningsansvaret for finansinstitusjonenes regnskapsregler. Og stadig nye oppgaver kom til. De politiske myndighetene bestemte at fra 1988 skulle inkassovirksomheten underlegges offentlig tilsyn, og oppgaven ble lagt til Kredittilsynet. Samme år delegerte Finansdepartementet dessuten tilsynet med revisorene til Kredittilsynet, som også fikk delegert forvaltningsansvaret for regnskapslovgivningen generelt, etter at Handelsdepartementet ble nedlagt fra 1. januar 1988.

Det første styret for Kredittilsynet ble utnevnt i statsråd den 13. desember 1985, med jusprofessor Erling Selvig som leder og direktør, og professor Gudmund Harlem som nestleder. Øvrige styremedlemmer var Arne Kinserdal, Kristin Moe og Kjell Storvik. Det tok imidlertid lang tid før Finansdepartementet fikk ansatt direktør for Kredittilsynet. Stillingen ble utlyst i mars 1986, og departementet fikk 11 søkere på stillingen. Men ingen av kandidatene ble funnet kvalifiserte. Grunnen til dette var at styret vendte tommelen ned for Finansdepartementets forslag. I realiteten måtte styreleder Erling Selvig ta hånd om viktige deler av den daglige ledelsen av Kredittilsynet, frem til fylkesrådmann og tidligere statssekretær Svein Aasmundstad ble ansatt i direktørstillingen i slutten av januar 1987.

Hvorfor regulering av og tilsyn med finansmarkedene?

Reguleringene av finanssektoren kan knyttes til to grunnspørsmål. Hvorfor regulering av og tilsyn med det finansielle systemet? Hvorfor har vi regulering som innbefatter kriminalisering av brudd på reguleringene? Det fins flere teorier som begrunner regulering av markeder i en kapitalistisk økonomi, finansmarkedene inkludert. Hovedsiktet er som regel å få til fungerende og mest mulig effektive markeder. I moderne markedsøkonomier er finanssystemet blant de tyngst regulerte sektorene i økonomien. Dette har sannsynligvis sammenheng med at man anser velfungerende markeder som avgjørende for den finansielle stabiliteten. Dette kan igjen begrunnes med at sviktende stabilitet i form av finanskriser, kan få svært negative konsekvenser for økonomien. Særlig gjelder dette systemiske bankkriser som rammer så vel finanssystem, som næringsliv og husholdninger.

En tradisjonell begrunnelse for statlige reguleringer av markeder, er at staten må gripe inn og beskytte forbrukerne. Reguleringer ble betraktet som et kostnadsfritt, kollektivt gode, akkurat som fyr og offentlige veier. Denne tradisjonelle oppfatningen har lange historiske røtter. Etter hvert videreutviklet økonomene denne oppfatningen, og forklarte statlig markedsintervensjon og markedsreguleringer som en konsekvens av såkalt markedssvikt. Utgangspunktet er en frikonkurransemodell. En økonomi som får virke av seg selv, bare styrt av Adam Smiths ”usynlige hånd”, gir optimalt resultat. En slik uregulert markedsøkonomi er selvregulerende, bare man unngår inngrep fra politikere. Men dette forutsetter at markedene fungerer som markeder, og i mange tilfeller gjør de ikke det. Dette kan bero på mange faktorer. Det kan være for dårlig konkurranse, eller det oppstår såkalte naturlige monopoler, for eksempel som følge av at inngangsinvesteringene er svært høye. For at naturlige monopoler ikke skal kunne føre til flåing av konsumentene, må derfor staten inn med reguleringer.

Teorien om markedssvikt som grunnlag for reguleringer, gikk av moten på 1970-tallet. Forestillingen om kostnadsfrie reguleringer satt ut i livet av en ”nøytral” stat, ble i økende grad kritisert og trukket i tvil. I stedet het det at reguleringer måtte forstås ut fra tilbud og etterspørsel, og at de som sterkest etterspurte regulering også var de som tjente mest på reguleringene, slik det ble fremholdt av blant andre talsmenn for ”the theory of economic regulation”.¹⁰ Ideen om at reguleringer ble etterspurt av de som tjente på dem, ble fulgt opp av Chicago-skolens public choice-teorier. Her forklares offentlige inngrep, regulatoriske mønstre mv. som et resultat av aktive interessegrupper som hele tiden søker å maksimere interessene sine gjennom å få ”snabelen” ned i de offentlige kasser. De stridende interessegruppene utgjøres ikke bare av privatøkonomiske interessenter, men også av politikere og offentlige byråkrater, som også ønsker å maksimere sine interesser. Denne kampen om statens ressurser i regi av interessegrupper og lobbyister kalles ”rent seeking” – eller privilegiejakt for å anvende et norsk uttrykk. Et sentralt problem som følge av slik aktivitet er ikke markedssvikt, men snarere såkalt styringssvikt. Alle mulige reguleringer, med sikte på å korrigere markedssvikt, hadde vokst oss over hodet i den grad at markedsøkonomien i en rekke vestlige industriland kom til å fungere stadig dårligere, og i mange tilfeller ikke i det hele tatt, ble det hevdet.¹¹ Den svake økonomiske utviklingen etter oljekrisen i 1973 og utover på 1970-tallet ble av mange økonomer nettopp oppfattet som et resultat av slik *styringssvikt*. Løsningen på slike problemer tilsa avregulering og mer privat selvregulering. Slike oppfatninger kom til å danne det tankemessige grunnlaget for det nyliberale skiftet fra slutten av 1970- og begynnelsen av 1980-årene.

Men andre økonomer fant etter hvert forestillingen om styringssvikt for enkel. De pekte på at en av de underliggende mekanismene som begrunner reguleringene av markeder, er forekomsten av asymmetrisk informasjon (informasjonsskjevheter), og de problemer dette reiser. Om vi holder oss til finanssektoren, kan vi definere informasjonsskjevheter som at de ulike partene i en finansiell kontrakt ikke har samme informasjon. Dette leder til problemer som *uheldig utvalg* (adverse selection) før kontraktsinngåelse og atferdsrisiko (moral hazard) etter kontraktsinngåelse. Hvis vi for eksempel tenker oss lånemarkedet, vil førstnevnte typer

¹⁰ Stigler, G. J. (1971): ”The Theory of Economic Regulation”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2: s. 3–21

¹¹ Dette diskuteres i for eksempel L. Magnusson (2005): *Den synliga handen. Nation, stat och det industriella bygget*, Stockholm: SNS, s. 19.

problemer bestå i at etterspørre med dårlige prosjekter får lån, mens gode prosjekter ikke får lånefinansiering. I verste fall fører slike problemer til kredittrasjonering og synkende investeringer. Atferdsrisiko i lånemarkedet kan for eksempel bestå i at en låntager bruker lånet han har fått innvilget på en helt annen, og kanskje uansvarlig måte, enn det den opprinnelige avtalen med banken forutsatte. En annen form for atferdsrisiko kan være at banksjefene låner ut mer og tar høyere kredittrisiko enn forsvarlig, fordi de forventer at sentralbanken uansett vil bidra som likviditetsgarantist.

Det kan også forekomme et problem med informasjonsskjevhet mellom bank og innskytere. Banken vet mer om kvaliteten på sine eiendeler (for eksempel bankens utlån), enn innskyterne. Denne informasjonsskjevheten kan føre til ytterligere et problem. Innskyterne kan ikke skaffe seg adekvate kunnskaper, uten å påta seg betydelige kostnader. I gitte situasjoner kan dette føre til innskyter-run på banken, som kan forklares som en slags ”tvangskontroll” (forced monitoring). Siden innskyterne på grunn av informasjonsskjevhet ikke kan skille mellom sunne og dårlige banker, kan dette ramme begge typer banker og medføre uoverstigelige likviditetsproblemer. Forekomsten av slike problemer generert av informasjonsskjevhet kan føre til svekket finansiell stabilitet og finansiell krise.

Jeg har hovedsakelig nevnt informasjonsproblemer knyttet til banker, og til foretaksinterne forhold. Men informasjonsskjevhet og informasjonsproblemer gjør seg også gjeldende i verdipapirmarkedene. I aksjemarkedet fører informasjonsskjevhet til et såkalt prinsipal-agent problem. Vi antar at ledelsen i et foretak (agenten) forutsettes å handle på vegne av aksjeeierne (prinsipalen). Men den administrative ledelsen vet vesentlig mer om bedriften og dens prosjekter enn det aksjeeierne gjør. I tilknytning til dette kan det oppstå atferdsrisiko og atferdsproblemer, som består i at den administrative ledelsen misbruker informasjonsovertaket til å mele sin egen kake på eiernes bekostning. Kursmanipulasjon og innsidehandel kan også forklares med utgangspunkt i problemer skapt av informasjonsskjevhet mellom markedsaktørene.

De siste tjue årene har vi opplevd konvergens i reguleringen av finansmarkedene i de vestlige industrilandene. Globaliseringen av finansmarkedene og integrasjonen i Europa er viktige drivere i denne utviklingen. Men samtidig er det fortsatt betydelig variasjon over landegrensene med hensyn til reguleringen av finanssektoren, og historisk er variasjonen i finansielt reguleringsregime omfattende. Disse variasjonene skyldes historiske, sosiokulturelle og politisk-institusjonelle faktorer. Teoretisk kan forskjellene begrunnes med såkalt stivhengighet, som forklarer hvorfor en bestemt teknologi eller bestemte regulatoriske trekk eller regimer har blitt dominerende over en lang tidsprosess. Dette har sammenheng med at faktorer ved starten av prosessen får avgjørende betydning for senere beslutninger i prosessen, og at kostnadene ved å velge alternative teknologier eller reguleringer blir for store til å ”skifte spor”.¹²

¹² Se for eksempel Douglass C. North (1990): *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge: Cambridge University Press.

Finanssystemet

De tradisjonelle økonomiske teoriene for regulering av markedene, er ikke tilstrekkelige til å forklare hvordan finansmarkedene virker. Markeder er ikke noen ”spontan” og ”naturlig” foreteelse. Stat og institusjoner kommer forut for markeder, og gir de spillereglene som skal til for at, i vårt tilfelle finansmarkedene, i det hele tatt skal fungere som markeder. Den utviklingen på europeisk nivå som jeg skal beskrive i det følgende forsterker dette synspunktet. Uten uformelle eller formelle institusjoner, det vil si ”rules of the games”, ville markedene ha kollapset i anarkistisk kaos. Jo mer komplekse markeder og instrumenter blir, desto mer kompliserte synes reguleringene å bli. Informasjonsnettverk og ulik avstand til økonomiske beslutninger preger de virkelige finansmarkedene. Det er ikke slik at alle har lik informasjon, og for at finansmarkedene skal kunne fungere best mulig, er det viktig å forstå dette.

Statens sentrale mål for å bidra til at det fins et ”effektivt” finansielt system er at dette skal bidra til å kanalisere kapital til næringslivet, både i form av lånekapital og risikokapital.¹³ Dette er en målsetting som kan følges langt bakover i vår økonomiske historie. Forestillingene om hva som gjør det finansielle systemet ”effektivt”, har imidlertid variert over tid. I en lang periode trodde for eksempel de politiske myndigheter av vekslende farge at en politisk styrt strukturutvikling i finanssektoren ville gi landet et optimalt banksystem. I store deler av etterkrigstiden ble aksjemarkedet i Norge vurdert som en ”død hest”, og søkt begrenset ved hjelp av regulatoriske tiltak som skattebestemmelser, utbyttebegrensning, bindingsregler osv. Daværende professor i samfunnsøkonomi og senere finansminister i Bortens borgerlige samlingsregjering, Ole Myrvoll, ville til og med ha offentlig emisjonsregulering av aksjemarkedet med hensyn til investeringsformål.¹⁴

Det synes ut fra dette å være behov for en nærmere definisjon av ”finansielt system”:

Finanssystemet består av fire hoveddeler: finansinstitusjoner (organisasjoner som banker, forsikringsselskap, finansieringsforetak osv.), finansmarkeder, finansiell infrastruktur (betalings- og clearingsystemet) og institusjonelt rammeverk, (formelt lov- og regelverk, uformelle normer) inkludert håndhevelsen av dette.¹⁵

Denne definisjonen ligner mye på den Kredittilsynet selv har operert med, og som omfatter institusjoner, markeder, infrastruktur, legalt og institusjonelt rammeverk.¹⁶ Det er imidlertid noen viktig forskjeller. En gjelder betydningen av at *håndhevelse* av regelverket er med i definisjonen. Det andre er en fremhevelse av institusjonenes rolle, i betydningen spillereglene for aktørene i finansmarkedene. Disse formes og endres av økonomiske krefter, men like mye av historie, kultur, stivhengighet og politiske maktforhold. Dette innebærer at institusjonene

¹³ Se for eksempel NOU 1999: 3 *Organisering av børsvirksomhet m.m.*, kap. 4.3.

¹⁴ Knutsen, S. (1995): *Etterkrigstidens Strategiske Kapitalisme og Styringen av Kapitalmarkedet som Industripolitisk Virkemiddel 1950-1975*, Handelshøyskolen BI: Arbeidsnotat 1995/50

¹⁵ Knutsen, S. (2005): *Staten og kapitalen i det 20. århundre – Regulering, kriser og endring i det norske finanssystemet 1900–2000*, (upubl. avh. manus, versjon 16.09.05): s. 18

¹⁶ Jf. for eksempel E. Steffensen, presentasjon av ”Mål og virkemidler i strategiarbeidet. Finansiell stabilitet – Solide finansinstitusjoner” på styremøte i Kredittilsynet 23.05.05. Vedlegg til forannevnte styrenotat, jf. note 18.

(det vil si spillereglene) ikke nødvendigvis er ”effektive”. Det er ikke slik at aktørene i markedet søker mest mulig ”effektive” ”rules of the game”. Tvert om kan finanssystemet ”låses inne” i et sub-optimalt spor av reguleringer. Et godt eksempel på dette er 1960-tallets kredittreguleringer som antagelig bidro til at BNP-veksten per hode ble lavere i Norge enn snittet for OECD-landene i Vest-Europa, og lavere enn den ellers kunne blitt.¹⁷

På bakgrunn av den foregående definisjonen av det finansielle systemet, vil regulering av og tilsyn med finansmarkedene naturlig omfatte utstedere, investorer, mellommenn, handleplass og oppgjørssystemer. Og det er nettopp slik det også er i praksis, ettersom Kredittilsynet i fag har tilsyn med banker, forsikringselskaper og andre finansinstitusjoner, verdipapirforetak, Verdipapirsentralen samt annen oppgjørsvirksomhet og infrastruktur. I strategiplanen til Kredittilsynet for perioden 2002–2006 heter det at hovedmålene for regulering av og tilsyn med finanssektoren er ”finansiell stabilitet” og ”ordnede markedsforhold”. Nærmere presisert har disse målene for Kredittilsynets arbeid blitt forstått som bidrag til opprettholdelse av finansiell stabilitet og beskyttelse av forbrukere og andre brukere av finansielle tjenester.¹⁸ Disse målene for tilsyn og regulering er bestemt ut fra oppfatningen om finanssektorens rolle i økonomien: ”Det finansielle systemet sørger for fordeling av kapital og risiko og ivaretar betalings- og oppgjørsfunksjoner. En effektiv finanssektor er derfor nødvendig for at de øvrige sektorene i økonomien skal kunne fungere effektivt.”¹⁹

Myndighetenes begrunnelse i dag for nødvendigheten av å regulere finansmarkedene har *tillit* som et grunnleggende premiss. De samfunnsmessige funksjonene som tilligger finansmarkedene kan ikke virkeliggjøres uten at alle markedsaktørene har tillit til hele markedets virkemåte. Tilliten er avhengig av at deltagerne i markedet har tro på at informasjonen i markedet er lik for alle, at partene opptrer ærlig og at eiendomsretten til verdipapirene alltid er uomtvistelig.²⁰ Muligheten for tillitssvikt begrunnes i dag særlig av argumenter hentet fra teorien om informasjonsasymmetri.

Nye regulatoriske mønstre

I europeisk sammenheng er imidlertid variasjonene i reguleringsregimer for finanssektoren i ferd med å bygges ned. Det har i løpet av de siste årene skjedd omfattende endringer i EUs politikk for finansmarkedene. Målet er full integrasjon av EUs finansmarkeder, og for å få til dette har det vært arbeidet på flere nivåer i EU-systemet med å fjerne barrierer mot grensekryssende transaksjoner og investeringer. I tråd med dette har det også vært et mål å styrke tilsynet med aktørene i finansmarkedene og sikre en enhetlig håndhevelse av regelverket.

Endringene har bakgrunn i EUs såkalte The Financial Services Action Plan (FSAP) som ble vedtatt i 1999. Dette var en ambisiøs handlingsplan som innebar at det gjennom i alt 42 lovtiltak skulle legges til rette for et effektivt og velfungerende marked for finansielle

¹⁷ Se Knutsen, S. (2005): kap. 13

¹⁸ Jf. ”Mål og virkemidler i strategiarbeidet. Finansiell stabilitet – solide finansinstitusjoner”, punktet ”Dagens hovedmål”. Notat til styret/forberedende strategiarbeid: KTA-styremøtet 23.05.2005

¹⁹ Kredittilsynets strategiplan fra 2002: s. 6–7

²⁰ Norges Bank (2004a): *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*, Oslo: Norges Banks skriftserie nr. 34, s. 64

tjenester i EØS-området innen 2005. Dette arbeidet har medført nye direktiver og omfattende regelverksendringer for prospekter for kapitalutvidelser eller børsintroduksjon (IPOs), markedsmissbruk, investeringstjenester og oppkjøpstilbud. Det meste av handlingsplanen er allerede gjennomført, og det nye regelverket er stort sett på plass. Direktivene må også gjennomføres av Norge, som følge av EØS-medlemskapet. Mye av det nye, felleseuropeiske regelverket er alt på plass i norsk lov, mens noe fortsatt gjenstår å gjennomføre. EUs oppmerksomhet er nå først og fremst rettet mot gjennomføring og håndhevelse av regelverket på nasjonalt plan. Kredittilsynet har hatt et omfattende regelverksarbeid gående i forbindelse med disse direktivene, og det nye regelverket vil også stille økte krav til tilsynsarbeidet og Kredittilsynets ressurser.

EU har funnet det nødvendig å utvikle nye regelverksprosedyrer for å effektivisere regelverksarbeidet. Den gamle prosedyren med behandling og vedtak i EU-parlamentet og EU-rådet av alt regelverk ble for omstendelig og tok for lang tid. De nye prosedyrene for forberedelse, beslutning og gjennomføring av regelverk på finansområdet, foregår nå på fire nivåer. På nivå 1 fastsetter EU-parlamentet og Rådet rammedirektiver av prinsipiell karakter, med en gjennomføringsfullmakt til Kommisjonen (nivå 2), inklusive hjemmel til å vedta utfyllende bestemmelser. Kommisjonen fastsetter slike i samarbeid med ESC (European Securities Committee), som består av representanter for medlemslandenes finansdepartementer og de øvrige tilsvarende organene for bank, forsikring og finansielle konglomerater. EUs tilsynskomiteer under disse, for henholdsvis verdipapir, bank- og forsikringsområdet (nivå 3), utarbeider anbefalinger om utfyllende bestemmelser som vedtas på nivå 2 (CESR, CEBS og CEIOPS). Videre forestår de koordinering av regelforståelse og retningslinjer for tilsyn, samt samarbeider om felles gjennomføring. Nivå 4 i prosessen består i at Kommisjonen og EFTAS overvåkningsorgan ESA påser at medlemslandene gjennomfører og overholder den aktuelle lovgivning.

CESR – The Committee of European Securities Regulators – er et sentralt nivå-3 organ på verdipapiriområdet. CESR, med sekretariat i Paris, har vært i virksomhet siden høsten 2001. På bankområdet har det blitt etablert et tilsvarende organ, CEBS (Committee of European Banking Supervisors), med kontor i London. Norge er selvsagt ikke med på nivå 1, ettersom landet ikke er EU-medlem. Norske myndigheter deltar imidlertid som observatør i ESC og som medlem i CESR, og dermed i forberedelsen av nivå 2-regler. Videre samarbeider norske myndigheter via CESR for en felles gjennomføring av direktivene, og iverksetter regler nasjonalt. Samarbeidsorganet på forsikringsområdet er CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors). På regnskapssiden deltar Kredittilsynet, sammen med Finansdepartementet, på møtene i Accounting Regulatory Committee (ARC) som vurderer de nye internasjonale regnskapsstandardene, og forbereder hvordan disse skal gjennomføres i EU. Kredittilsynet er også med i EUs arbeid med utvikling av regnskapsregler og standarder for revisorer innenfor EØS-området, og møter i EUs Accounting Contact Committee og i EUs Committee on Auditing.

I juni 2002 vedtok EU at alle børsnoterte selskaper, fra og med regnskapsåret 2005, skal avlegge konsernregnskap i henhold til internasjonale regnskapsstandarder, såkalt IFRS-regnskap (IFRS = International Financial Reporting Standards). Som EØS-medlem er Norge forpliktet til å innarbeide disse reglene i norsk lovgivning. IFRS-forordningen er blant de aller viktigste regelverksinitiativene fra EUs side, med implikasjoner for Norge.

Kredittilsynet har ansvaret for å kontrollere at avlevering av regnskap etter IFRS-forordningen skjer på riktig måte. Kontrollen omfatter alle norskregistrerte foretak som er notert på børs, autorisert markedsplass i Norge eller i regulert marked i annet EØS-land. I tråd med prinsippet om hjemlandskontroll er ikke utenlandske foretak notert på Oslo Børs omfattet av kontrollordningen. Kontrollen gjelder foretakenes periodiske rapportering, som årsregnskap på konsern- og selskapsnivå, årsberetning og delårsregnskapene. Jeg skal komme nærmere tilbake til IFRS i forbindelse med behandling av utviklingen av Kredittilsynets arbeid på regnskapsområdet.

Et av de sentrale direktivene utviklet innenfor rammene av FSAP (Financial Services Action Plan), er det såkalte Market in Financial Instruments Directive – kalt MiFID.²¹ Direktivet gjelder omsetning av investeringstjenester over regulerte markeder (børs). Gjennomføringsfrist for Norge er primo november 2007. MiFID har for det første som formål å styrke integriteten i markedet og øke investorbeskyttelsen. Dette skal oppnås ved å underlegge de som yter investeringstjenester – det vil si verdipapirforetakene – en harmonisert regulering på europeisk nivå. For det andre skal reguleringene fremme effektive, gjennomsiktede og integrerte finansielle markeder i EU/EØS-området. Dette skal oppnås gjennom skjerpede krav og normer for handel med finansielle instrumenter via ”regulerte markeder” i form av organiserte handelssystemer, markedsplasser og verdipapirforetak. Lovgivningen skal også omfatte nye tjenester som varederivater.

Det såkalte *transparencydirektivet* omhandler krav til og regler for den informasjonen som utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer må gi til markedet. Direktivet gjelder verdipapirer som er notert på et regulert marked, og har som formål å harmonisere informasjonskravene for et felleseuropeisk verdipapirmarked. Formålet med transparencydirektivet er ”å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet og ved dette tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet”.²² Direktivet vil fjerne en rekke nasjonale hindre ettersom ulike regler om gjennomsiktighet i medlemsstatene kan gjøre det vanskelig å få verdipapirene tatt opp til handel på regulerte markeder i flere EØS-stater. For å nå disse målene er det i direktivet særlig lagt opp til en styrking av minstekravene for hvilke regnskapsopplysninger mv. utstederne skal gi til markedet periodevis i løpet av regnskapsåret. Direktivet må ses i sammenheng med IFRS-forordningen.

Norske myndigheter har satt ned et utvalg for å vurdere lovgivningen for verdipapirmarkedet med sikte på å gjennomføre EU-direktivene på området.²³ Utvalget har nylig avlevert en delinnstilling, blant annet vedrørende MiFID og transparencydirektivet, og foreslår ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder. Disse to lovforslagene vil erstatte den nåværende verdipapirhandelloven og den eksisterende børsloven.²⁴ Med dette får vi dermed den tredje verdipapirhandelloven etter lovene fra 1985 og 1997. Dette illustrerer tempoet og

²¹ Direktiv 2004/39/EF

²² NOU 2006: 3 *Om markedet for finansielle instrumenter* fra Verdipapirmarkedsløvtalget, pkt. 1.1.4.

²³ NOU 2006: 3 *Om markedet for finansielle instrumenter* fra Verdipapirmarkedsløvtalget

²⁴ Lov 17. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m.

dynamikken i endringen av spillereglene for verdipapirmarkedene. Jeg har her konsentrert oppmerksomheten om reguleringer med betydning for verdipapirmarkedene.

Finansiell stabilitet

Det norske finansielle systemet ble rystet av to systemiske bankkriser i løpet av det 20. århundre. Den første, og verste, fant sted i løpet av første halvdel av 1920-årene. Den andre inntrådte i perioden 1987–1992. For Kredittilsynets vedkommende kan vi si at perioden 1985–87 hadde preg av etableringsfase, og at virksomheten var innrettet på organisatorisk oppbygging og kontroll av generell markedsatferd i verdipapirsektoren. Det siste fulgte av de politiske myndighetenes eksplisitte prioritering. De svarte skyene på horisonten med hensyn til utviklingen i bankene, hadde imidlertid i mindre grad den nyetablerte tilsynsetatsens fokus de første par årene. Dette endret seg imidlertid mot slutten av 1987 og i løpet av 1988. I Kredittilsynets årsmelding for 1987 het det at "... I store deler av året var oppmerksomheten rettet mot verdipapirmarkedet i rask utvikling og vekst".²⁵ Samtidig pekes det på at det mot slutten av året ble klart at bankenes utlånstap "kunne vise seg å være betydelige". I denne sammenheng het det at "... innsatsen vår ble dreid mot dette problemområdet". For året 1988 het det at "Kredittilsynet benyttet ... en vesentlig del av sin kapasitet" til å følge opp kriserammede institusjoner.²⁶ I perioden 1988–93 dominerte bankkrise og krisehåndtering Kredittilsynets arbeid fullstendig. Perioden 1994–2005 var derimot en periode preget av en utvikling fra krisehåndtering til forebygging.

Det er flere grunner til at forløperen til Kredittilsynet – Bankinspeksjonen – ikke var i tilstrekkelig grad på banen i forhold til de sentrale problemene knyttet til perioden, som ledet opp til bankkrisen. Kunnskapen om og årvåkenheten overfor sviktende stabilitet i banksektoren var relativt uutviklet, ikke minst i Finansdepartementet, som var Bankinspeksjonens overordnede. Dessuten var ressursene for knappe i Bankinspeksjonen til at den kunne drive aktiv kriseforebygging. Også når det gjelder det nye Kredittilsynet var ressursituasjonen ved starten slik at det var vanskelig å holde høy årvåkenhet og utøve aktivt tilsyn på flere omfattende deler av finanssektoren samtidig. Like fullt evnet Kredittilsynet å prioritere håndteringen av den gryende bankkrisen på topp fra 1988. Dette skjedde til tross for at det først var etter at systemkrisen i banksektoren var klart for de fleste at de politiske myndigheter tok tiltak for å styrke Kredittilsynet med hensyn til ressurser og personell. Det eksisterte altså en form for politisk inertia, eller institusjonell treghet, som gjorde at de politiske myndighetene reagerte med tiltak, først etter at det hadde gått galt.

Det har vært fremsatt en rekke forklaringer på bankkrisen 1987–92, liksom man de siste tjue årene har opplevd en økende teordiskusjon internasjonalt om finanskriser og finansiell stabilitet. Blant samfunnsøkonomer har det foregått en utvikling i løpet av de to siste tiårene fra en situasjon der bankkriser var et ikke-tema til dagens situasjon, hvor kriseanalyser serveres på løpende bånd. Spørsmål knyttet til finansiell stabilitet har blitt en akademisk "vekstindustri". Det finnes likevel ingen allment akseptert definisjon av begrepet "finansiell stabilitet" i dag. Dette har blant annet sammenheng med at det finnes flere teorier om

²⁵ Kredittilsynet, årsmelding for 1987, s. 5

²⁶ Kredittilsynet, årsmelding for 1988, s. 10

årsakene til finanskriser som dels er konkurrerende, dels overlappende og dels komplementære.

Det sentrale spørsmålet blir da hvordan vi kan forklare finansielle kriser, og hvordan man eventuelt kan forebygge slike. Den enkleste definisjonen av ”finansiell stabilitet” er fraværet av kriser i finanssystemet. Den innbyrdes utviklingen av relasjonene mellom de ulike delene av det finansielle systemet, slik jeg har definert det foran, vil ha betydning for den finansielle stabiliteten. Denne utviklingen vil være forbundet med den generelle økonomiske utviklingen – særlig utviklingen i konjunktorene. Flere av de elementene som utgjør det finansielle systemet vil stå i et interaktivt forhold til konjunktursyklusen. Institusjonelle endringer vil for eksempel kunne virke som et incitament til å blåse opp finansielle bobler i formuesmarkedene, som igjen virker inn på konjunkturforløpet og så videre. Liberaliseringen av finanssektoren og formuesmarkedene forklarer for eksempel størstedelen av boomen 1983–86, og var viktigste faktor til å utløse bankkrisen.²⁷ Dette betyr at endringer i det institusjonelle rammeverket var av vesentlig betydning. Videre må vi se på utviklingen i finansinstitusjonene (organisasjonene/mellommennene), infrastrukturen og finansmarkedene.

Kredittilsynet ble etablert mot slutten av en kraftig boom, som var stimulert av sterk utlånsvekst fra banker og andre finansinstitusjoner. Kredittveksten var i stor grad forårsaket av liberaliseringen av institusjonene (rammeverket), og forsterket av den ekspansive finanspolitikken. Samtidig evnet ikke politikerne å gjøre noe med et skattesystem som gjennom fradragsordningen for gjeldsrenter i skattbar inntekt, representerte et betydelig insentiv til låneopptak i personmarkedet. Et av resultatene var oppblåsing av prisbobler i formuesmarkedene, både eiendomsmarkedet og aksjemarkedet. I bankene skapte liberaliseringen sammenbrudd i kontroll- og styringssystemer, som var bygd opp under helt andre forhold. Den økte konkurransen førte bankenes ledelser inn i et annet land enn det de var vant med, og la grunnlaget for strategier som bidro til å bygge opp ytterligere ubalanser. Overoptimismen tok overhånd, og bankene lånte ut til stadig dårligere prosjekter. Grunnlaget for bankkrisen ble således lagt i boom-perioden 1983–86, og resultatet var en kraftig økning av bankenes kredittrisiko og dermed sårbarheten i finanssektoren. Samtidig økte sårbarheten i ikke-finansiell sektor som følge av den formidable gjeldsøkningen i næringslivet. Alt dette bidro til en uhåndterbar økning av systemrisikoen i det finansielle systemet. Systemrisiko kan vi for enkelthets skyld definere som en form for negative eksterne virkninger av beslutninger i den enkelte finansinstitusjon, som kan sette i gang en domino-effekt, når soliditet og solvens svikter.

Oljeprisfallet vinteren 1986 punkterte boblene, og sviktende oljeinntekter førte til offentlige innstramminger. Både næringsliv og finanssektor kom inn i en periode preget av endrede, mer negative forventninger.

Realrenten etter skatt steg kraftig fra 1987, fra om lag 1 prosent i 1986 til nærmere 6 prosent ved inngangen til 1990-tallet. Dette var åpenbart en virkning av oljeprisfallet, kombinert med omleggingen i finans- og pengepolitikken. Men den viktigste enkeltårsaken var likevel

²⁷ Dette ble solid dokumentert i SSBs konjunkturhistorieprosjekt, se blant annet Johansen og Eika (2000), publisert som vedlegg 11 i rapporten til ”Utvalget for sysselsetting og verdiskaping” (NOU 2000: 21); jf. også Knutsen (2005): *ibid.*

redusert inflasjon. Dermed bidro endringer i marginalbeskatningen en god del.²⁸ Når det gjaldt det nominelle rentenivået, var dette langt på vei låst fast av valutakurshensyn.

De realøkonomiske virkningene av innstramningene slo etter hvert ut i sterkt fallende investeringer, redusert etterspørsel, økt finansiell sparing gjennom nedbetaling av gjeld, økende antall konkurser og økende arbeidsløshet. Antallet konkurser økte markant allerede i 1987 frem til et toppunkt i 1992. Det private konsumet nådde et maksimum i 1986, men fortsatt økning i private investeringer, fortsatt vekst i bygging av næringseiendommer, samt økte investeringer og konsum i kommunene, forlenget høykonjunkturen ut 1987. I 1988 satte den kraftige nedgangen inn, noe som også reflekteres i konkurstillene. Markedet for næringseiendommer snudde sommeren 1988, med et kraftig fall i prisene. Svikten i dette markedet fikk betydelige konsekvenser for bankene, ettersom utlånene til denne sektoren var betydelige. I oktober 1987 kom et krakk i aksjemarkedet, og DnC tapte nærmere én milliard kroner på handel med aksjer og aksjelignende instrumenter i 1987 som følge av sviktende kontrollsystemer. Kredittilsynet arbeidet med saken hele høsten, og hadde den til behandling i styret en rekke ganger.

Utviklingen gjennom nedgangskonjunkturen påførte bankene store, og økende utlånstap. Egenkapitalen forsvant, blant annet i de tre største forretningsbankene, som måtte overtas av staten. Fra enkelte hold, blant annet det offentlig oppnevnte Munthe-utvalget, ble Kredittilsynet tillagt et vesentlig ansvar for krisen. Men dersom vi retter oppmerksomheten rundt de grunnleggende faktorene, som produserte finansiell ustabilitet og krise, er det åpenbart at de fleste av disse lå utenfor tilsynsmyndighetenes kontroll. For det første ble Kredittilsynet etablert først etter at grunnlaget for kriseutbruddet var lagt. Her viser økonomisk historisk forskning at finansielle ubalanser bygges opp over relativt lange tidsspenn, og at de viktigste årsakene til en krise ligger i oppgangsfasen før krisen.²⁹ Når vi tar effektene av den finansielle liberaliseringen med i betraktning, startet denne prosessen på slutten av 1970-tallet – det vil si rundt ti år før kriseutbruddet. For det andre hadde Kredittilsynets forløperinstitusjon, Bankinspeksjonen, verken personellressurser, hovedansvar for eller mulighet til å sikre finansiell stabilitet. De avgjørende faktorene dreide seg om den makroøkonomiske politikken, samt lov og regelverk for finanssystemet, som jo lå under sentralbankens og de politiske myndighetenes ansvar.

Tilsynsmyndighetenes sentrale rolle er å kontrollere og overvåke enkeltinstitusjonenes solvens og soliditet. På dette feltet hadde nok Bankinspeksjonen kunnet gjort mer de kritiske årene 1980–86. Men etaten manglet både ressurser og kompetanse. Likevel er det av betydning for tilsynet med enkeltinstitusjoner, markedsatferd og så videre at det finansielle tilsynet har grep om den makroøkonomiske utviklingen. I 1994 vedtok Kredittilsynet å sette i gang et program for makroøkonomisk overvåking.³⁰ Programmet tok sikte på et samarbeid med Norges Bank og Statistisk sentralbyrå. Kredittilsynet var med dette et av de første tilsyn som utviklet og startet makroøkonomisk overvåking.

²⁸ Smith-kommisjonen, s. 45

²⁹ Se for eksempel Knutsen og Ecklund (2000), kap. 4, 8 og 9.

³⁰ KTA: Makroøkonomisk overvåking: Forslag til program. Vedtatt i styremøte 21.12.1994.

Risikobasert tilsyn

Tilsynsmyndighetene har hele tiden lagt vekt på å holde kontroll med soliditeten til finansinstitusjonene under tilsyn. I forbindelse med bankkrisen sent på 1980- og begynnelsen av 1990-tallet ble spørsmålet om kapitaldekningen i bankene et sentralt tema. Den såkalte Baselkomiteen for banktilsyn ble etablert under BIS (Bank for International Settlements) i 1974. Tidlig på 1980-tallet begynte Baselkomiteen å rette mye oppmerksomhet mot problematikken rundt kapitaldekningsregler. Bakgrunnen var at egenkapitalandelen sank i de store, internasjonale bankene samtidig som risikoen økte i de omfattende utlånene de hadde til land med høy gjeldsbyrde. Som et resultat av arbeidet, ble den såkalte Basel Capital Accord (Basel I) vedtatt i juli 1988. I henhold til regelverket skulle bankene ha en kapitaldekning på minst 8 prosent av risikoveide eiendeler, innen utgangen av 1992. I tillegg til risikoveidede eiendeler, tok kapitaldekningskravet også hensyn til risiko generert av virksomhet utenom balansen. De nye kapitaldekningsreglene ble innført for norske forretningsbanker fra mars 1991, mens sparebankene fikk en overgangsperiode til utgangen av 1994. Basel I oppnådde bred aksept og mer enn hundre land innførte i likhet med Norge dette regelverket. Etter hvert ble det imidlertid klart at Basel I hadde en god del svakheter, blant annet fordi regelverket åpnet for såkalt regulatorisk arbitrasje. Målingen av bankenes risiko i henhold til regelverket, og slik risikovektene stipulerte, ga risikoberegninger som kunne avvike sterkt fra den risiko bankene faktisk sto overfor. Basel I-regelverket kunne således føre til at bankene tok økt risiko, og dermed det motsatte av hva intensjonen med det var.

Baselkomiteen for banktilsyn har derfor hele tiden arbeidet med revisjon av rammeverket fra 1988, og flere tillegg har blitt utformet og vedtatt. Fra juni 1999 begynte imidlertid komiteen en omfattende revisjon, og la i juni 2004 frem nye retningslinjer for beregning av kapitaldekning, det såkalte Basel II. EU har vedtatt å anvende Basel II, og EU-kommisjonen la frem forslag til nye kapitaldekningsregler for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak. Direktivene ble vedtatt oktober 2005, og trer i kraft fra 1. januar 2007. Direktivene gjennomføres i norsk lov som en del av EØS-avtalen, og forskrifter er utformet av Kredittilsynet.³¹ Men som en overgangsordning kan nåværende regler benyttes i 2007. Kredittilsynet arbeider med å iverksette det nye regimet som følger av Basel II.

Det overordnede målet for Basel II er å styrke stabiliteten i det finansielle systemet. Dette skal oppnås gjennom et risikofølsomt system for kapitaldekning, introduksjon av en mer avansert tilnærming for beregning av kapitalkrav enn tidligere, og tiltak for økt markedsdisiplin. I tillegg til minstekrav til ansvarlig kapital (pilar 1), inneholder regelverket opplegg for et aktivt *risikobasert* tilsyn (pilar 2), samt krav til offentliggjøring av informasjon med sikte på styrket markedsdisiplin (pilar 3). Det innføres også kapitalkrav for andre typer risiko enn hva tidligere regler har operert med. Mens kapitaldekningsreglene i henhold til Basel I hadde oppmerksomheten på kredittrisiko og markedsrisiko, introduserer de nye reglene også et eksplisitt kapitalkrav for operasjonell risiko i pilar 1.³²

³¹ Jf. Ot.prp. nr. 66 (2005-2006)

³² Markedsrisiko = risikoen forbundet med effekten av fall i prisene i formuesmarkedene, dvs. markedene for verdipapirer og fast eiendom. Kredittrisiko = risikoen forbundet med at låntager ikke tilbakebetaler sitt lån. Operasjonell risiko = risikoen for negative følger av svikt i IT-systemer eller

Det nye regelverket gir finansinstitusjonene anledning til å benytte egne, interne metoder for risikomåling og beregning av kapitalkrav. Den grunnleggende tankegangen er at den enkelte finansinstitusjon til enhver tid skal ha prosesser og strategier for å holde et tilstrekkelig kapitalbehov i forhold til egen risikoprofil og institusjonens systemer for risikohåndtering.³³ Samtidig stiller dette store krav til tilsynsmyndighetenes evne til å kontrollere og verifisere at finansinstitusjonenes interne systemer tilfredsstillende regelverkets krav.³⁴

Når det gjelder pilar 1, opprettholdes kravet på 8 prosent. Reglene for hva som kan regnes som ansvarlig kapital og sammensetningen for denne, endres i liten grad. Derimot er det store endringer med hensyn til måten institusjonen beregner kapitalkravet for kredittisiko, samt den nevnte introduksjonen av kapitalkrav for operasjonell risiko. Kapitalkravene kan beregnes med ulike metoder, og det sondres mellom *Basel II standardmetode* og *avansert metode*. I standardmetoden spesifiseres mange forskjellige risikoelementer i form av ulike vekter, mens sistnevnte omfatter såkalt IRB-tilnærming og avanserte markedsmodeller for eksempelvis beregning av markedsrisiko (IRB = internrating basert metode). Det åpnes for øvrig for bruk av godkjente eksterne rating-selskaper for å fastlegge risikovektene i standardmetoden.

Det nye regelverket er komplekst og komplisert. Mens dokumentet som beskrev Basel I var på 26 sider, var til sammenligning Basel II dokumentet fra 2004 over 500 sider! Det nye regelverket har antagelig potensial til å styrke den finansielle stabiliteten. Men Basel II har også mulige konsekvenser som kan gi negative virkninger for stabiliteten i det finansielle systemet. Selv om det nye regelverket tar sikte på å redusere muligheten for at kapitalkravet reduseres uten at risikoen reduseres tilsvarende, kan det fortsatt gi opphav til regulatorisk arbitrasje. Videre er det ikke usannsynlig at nivået på samlet ansvarskapital i banksystemet vil synke, som følge av innføringen av Basel II. En mulig effekt som har vært diskutert, er om det nye regelverket kan få prosykliske virkninger – det vil si at et mer risikofølsomt regelverk kan virke forsterkende på konjunktursyklusene. På bakgrunn av hva jeg har diskutert i det foregående om sammenheng mellom virkningene av institusjonelle endringer og utbrudd av en finansiell krise, vil dette svekke målsettingen om økt finansiell stabilitet. Sist, men ikke minst, kan det nye regelverket stille tilsynsmyndighetene overfor så store krav at kapasitet og ressurser blir for knappe.

Den utviklingen av et risikobasert konsept for regulering og tilsyn som har funnet sted i Europa fra begynnelsen av 1990-tallet, har sitt utgangspunkt i USA. De amerikanske tilsynsmyndighetene begynte allerede på midten av 1980-tallet arbeidet med å forbedre tilsynsmetodene sine, for å tilpasse dem til de betydelige forandringene som hadde funnet sted i finansmarkedene. Den direkte motivasjonen var den såkalte savings and loans-krisen i første halvdel av 1980-årene og erkjennelsen av svakheter ved det tidligere manualstyrte tilsynssystemet. USA begynte å utvikle et tilsynskonsept som har blitt kjent som risikobasert tilsyn. Senere innførte også Storbritannia et risikobasert system, og andre land har gått i samme retning. En pådriver i denne sammenheng er Baselkomiteen for banktilsyn, som har

andre styringssystemer. I denne kategorien kommer også tap som følge av menneskelige feil, evt. bedragerisk atferd, begått av ansatte.

³³ ICAAP – Internal Capital Adequacy Assessment Process.

³⁴ SREP – Supervisory Review Evaluation Process

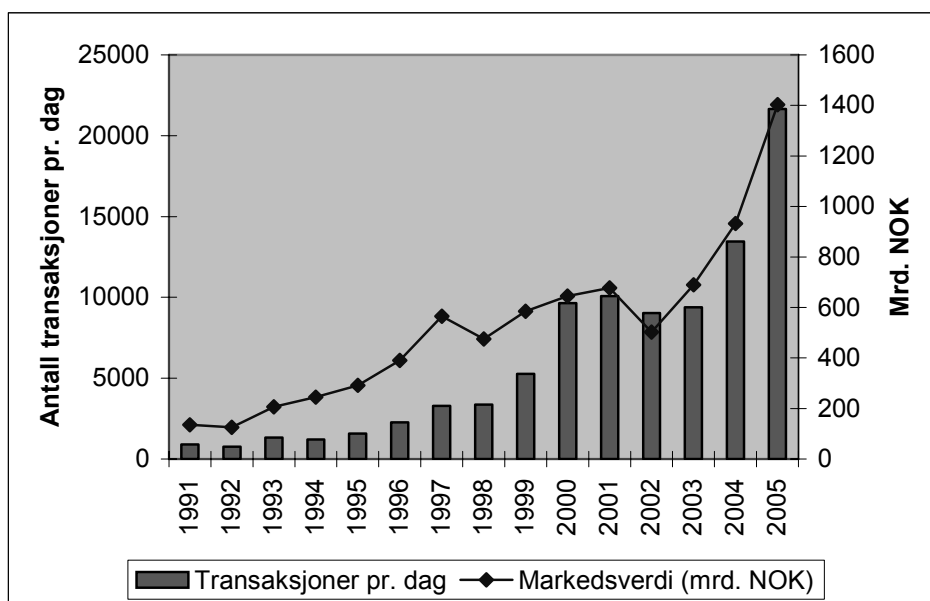
arbeidet for en mer risikobasert tilnærming ved beregning av kapitaldekningskrav. Denne utviklingen har som vi har pekt på, blitt fulgt opp av EU.

Utviklingen i verdipapirmarkedene

For å få en forståelse for tilsynsoppgavene i aksjemarkedet, er det på sin plass å gi et riss av hovedtrekkene når det gjelder markedsutviklingen. Etter at aksjekursindeksen falt kontinuerlig i løpet av 1960-årene, opplevde Oslo Børs et moderat oppsving i aksjekursene i løpet av 1969. Omsetningen begynte også å ta seg litt opp. En gryende oljeøkonomi, etter funn av olje på norsk sokkel senhøstes 1969, bidro til å trekke Oslo Børs videre opp. Fra mars 1973 gjorde både aksjekurser og omsetning et godt hopp oppover på grunn av store forventninger til fortjeneste i oljesektoren, blant annet på aksjer i Norse Petroleum som innbød til aksjetegning for inntil 100 millioner kroner.

Det store omslaget i omsetningen på Oslo Børs kom i 1983. Omsetningen ble sju milliarder kroner dette året, en firedobling i forhold til det foregående året. På en vanlig dag i 1983 var omsetningen like stor som i løpet av en uke i 1982.³⁵ I 1984 nådde omsetningen ca. 20 milliarder kroner, mens den i 1970-årene var på under en milliard kroner årlig. Figur 1 gir et bilde av omsetningsutviklingen på Oslo Børs fra 1991–2005 og endringen i de noterte selskaperes markedsverdi.

Figur 1: Markedsverdi og antall transaksjoner ved Oslo Børs 1991–2005



Kilde: Oslo Børs

³⁵ A. Kigen (1994: 124): ”Den nye børs epoken – 25 turbulente år i pengenes sentrum” i S. Knutsen et al. (1994): *Kapital for næringslivet. Oslo Børs 1819–1994*, Oslo: Bedriftsøkonomens forlag.

Omsetningen av aksjer og grunnfondsbevis ved Oslo Børs har økt fra nevnte sju milliarder i 1983 til hele 1512 milliarder kroner i 2005. Målt i forhold til BNP økte omsetningen fra 1,6 prosent i 1983 til hele 54 prosent i 2004, slik det fremgår av tabell 1. Markedsverdien til selskapene på Oslo Børs ble sjudoblet fra 1991 til 2004, sammenlignet med BNP som vokste 4,5 ganger i løpet av samme periode. I løpet av de siste ti årene, bortsett fra 2003 og 2004, har antallet selskaper notert på Oslo Børs ligget over 200. I 2005 var 219 selskaper notert på Oslo Børs, som dette året noterte hele 46 nye selskaper, og som dermed bare ble slått av London-børsen med 76 nye. OMX-børsene som er en sammenslåing av de baltiske børsene, samt børsene i Sverige, Danmark og Finland noterte til sammenligning 30 nye selskaper samme år.

I forhold til BNP var markedsverdien til selskapene på Oslo Børs 27 prosent i 1998, og lavest av 13 OECD-land.³⁶ Men som det fremgår av figur 1, vokste markedsverdien formidabelt etter 1998, og som andel av BNP steg den til 74 prosent i 2005. Aksjemarkedet har således fått en vesentlig større betydning i økonomien i løpet av de siste tjue årene, og spesielt de siste fem. Denne transformasjonen representerer en betydelig samfunnsøkonomisk strukturendring.

Tabell 1. Omsetning av aksjer og grunnfondsbevis ved Oslo Børs

(Milliarder løpende kroner)

	1983	1986	1993	1995	1999	2004	2005
Omsetning av aksjer + grunnfondsbevis	7	29,9	125,5	156	445	906	1512
BNP	439	562	830	937	1233	1717	1904
Andel av BNP (%)	1,6	5,3	15,1	16,6	36,1	52,8	79,4

Kilde: Larsson (2001); Statistisk sentralbyrå: *Nasjonalregnskapet*. www.ssb.no.

Samtidig som det norske aksjemarkedet har vokst kraftig både i børsverdi og volum i løpet av de siste tjue årene, har det også skjedd viktige endringer i eierstrukturen på Oslo Børs. Institusjonelle investorer som forsikringsselskaper, investeringsfond, pensjonsfond og aksjefond har økt sin tyngde i aksjemarkedet betydelig. Mens private investorers andel av investeringene på børsen sank med 70 prosent fra 1984 til 2000, ble andelene til pensjons- og aksjefond mer en firedoblet. Utenlandske investorer økte også sin investeringsandel på Oslo Børs betydelig. Denne utviklingen har fortsatt, og blitt forsterket. I slutten av november 2005 var utenlandsandelen børsnoterte aksjer 37 prosent, og Statens aksjer utgjorde samtidig 59 prosent. Holder vi disse utenfor, var utenlandsandelen 59 prosent.³⁷ Oslo Børs er således sterkt preget av staten og utlandet på investorsiden.

Selv om investeringsandelen til kategorien privatpersoner har sunket, er likevel langt flere mennesker i dag indirekte knyttet til aksjemarkedet enn tidligere, i kraft av fondssparere, forsikringstagere og pensjonssparere, og som skattebetalere gjennom det statlige Folketrygdfondet. I en viss forstand kan man si at det har skjedd en ”demokratisering” av aksjemarkedet. Men samtidig som det har skjedd en strukturell forskyvning av sparing fra bank til verdipapirer, har også markedsrisikoen økt for husholdningenes sparing. Det som

³⁶ Knutsen, S. (2005): s. 572

³⁷ Kredittilsynet, Eirik Bunæs: Foredrag 28.–30. januar 2006.

skjedde aksjemarkedene i en rekke land i løpet av andre halvdel av 1990-tallet og frem til og med sammenbruddet av dotcom-boblen, har blitt omtalt som et ”gigantisk pensjonsran”.

I denne forbindelse er det viktig å peke på at Oslo Børs også i langt større grad kommer til å bli ”pensjonsdrevet” i årene som kommer. Stortinget vedtok i 2005 en lov om at alle tilsatte i norske bedrifter skal ha tjenstepensjon (OTP-loven). Det er beregnet at antallet personer med innskuddsbaserte pensjoner blir over 700 000 i 2007, mens antallet med ytelsesbaserte tjenstepensjoner i private bedrifter vil på samme tid være rundt 600 000.³⁸ Store deler av innskuddene er midler som forvalterne vil plassere i aksjemarkedene, nasjonalt og internasjonalt. Ved innskuddsbasert tjenstepensjon, vil pensjonsutbetalingene avhenge direkte av avkastningen på de innbetalte pensjonsinnskuddene underveis til pensjonsalder. Sprekk i aksjemarkedet vil føre til at den enkelte arbeidstager får regningen i form av lavere pensjon. Markedsrisikoen, det vil si faren for prissvingninger i verdipapirmarkedet, er vellet over på arbeidstageren.

Verdipapirmarkedene har også fått en endret rolle og funksjon med hensyn til finansieringen av næringslivet enn tidligere. Generelt sett viser forskning i finansiell økonomi at banklån er viktigere enn emisjoner i verdipapirmarkedene, når det gjelder ekstern kapitaltilførsel til næringslivet. Dette kan forklares med eksistensen av problemer knyttet til asymmetrisk informasjon. Finansinstitusjoner bidrar i større grad enn hva tilfellet er med direkte markedstransaksjoner, til å redusere slike problemer.³⁹ Men innenfor et slikt felles mønster for industrilandene, har bedriftenes finansiering i verdipapirmarkedene tradisjonelt vært av større betydning i land som Storbritannia og USA enn landene i det kontinentale Europa og i de skandinaviske landene. I denne forstand kan man snakke om henholdsvis markedsbaserte og bankbaserte finanssystemer. Men markedet for egenkapitalinstrumenter har utvilsomt økt i betydning som finansieringskilde for norske bedrifter fra begynnelsen av 1980-årene og frem til i dag.⁴⁰ Dette gjelder både det organiserte risikokapitalmarkedet over børsen, og det såkalte unoterte private equity-markedet. I det sistnevnte har det i løpet av de siste tjue årene vokst frem et norsk venture-kapitalmarked, med betydning for finansieringen av nye, teknologibaserte foretak og for finansieringen av vekstforetak.

Det er flere årsaker til omveltningen i verdipapirmarkedene. Transformasjonen har for det første blitt drevet frem av de økonomiske og institusjonelle endringene som fant sted på slutten av 1970- og begynnelsen av 1980-tallet. Dette dreier seg om den kraftige veksten i internasjonal handel og internasjonalisering av produksjonen som fant sted i løpet av 1960- og 1970-tallet. Disse kreftene var underliggende for de institusjonelle endringene jeg har kalt det nyliberale skiftet. For det andre har transformasjonen av verdipapirmarkedene blitt drevet frem av den informasjonsteknologiske revolusjonen som har funnet sted i løpet av de to siste tiårene. Virksomhet i verdipapirmarkedet består hovedsakelig i informasjonshåndtering, og IKT-utviklingen har dermed økt mulighetene for vekst i markedet betraktelig. De seneste årene har særlig internettbaserte tjenester fått stor betydning.

³⁸ Jon Hippe, Fafo, Aftenposten (Økonomiseksjonen) 30.03.2006, s. 2

³⁹ Se for eksempel Mishkin, F. S. (2004) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7. utg., s. 169 f.

⁴⁰ Knutsen, S. (2005), s. 578 f.

IKT-utviklingen har også fått vidtgående konsekvenser for selve gjennomføringen av Børs-handelen. I 1988 ble oppropsordningen på Oslo Børs erstattet med et elektronisk handelsstøttesystem. I februar 1999 innførte Oslo Børs et nytt elektronisk handelssystem, og meglerne flyttet samtidig ut av børsbygningen. I 2000 ble overvåkingssystemet SMARTS tatt i bruk for elektronisk overvåking av markedet. Internett har videre økt potensialet for kraftig markedsvekst gjennom nettmegling og så videre.

Kursutviklingen – økte svingninger

Utviklingen av det norske aksjemarkedet på 1990-tallet ble innledet med kursfall tre år på rad. Men det var ingen jevn nedgang som karakteriserte Oslo Børs disse årene, snarere en utvikling preget av fluktasjoner eller volatilitet. Selv om den økonomiske veksten i norsk fastlandsøkonomi hadde vært negativ i 1988 og -89, hadde aksjekursene på Oslo Børs blitt mer enn doblet i løpet av de to årene etter børskraket i 1987.⁴¹

I løpet av de sju første månedene av 1990 fortsatte børsoppgangen med en kursstigning i aksjemarkedet på 24 prosent.⁴² Dette skjedde tross høy arbeidsløshet etter norsk målestokk og høyt rentenivå. I begynnelsen av august invaderte Irak Kuwait. Etter at børsindeksen hadde nådd ”all time high” 2. august 1990, falt aksjekursene med 27 prosent gjennom resten av året.⁴³

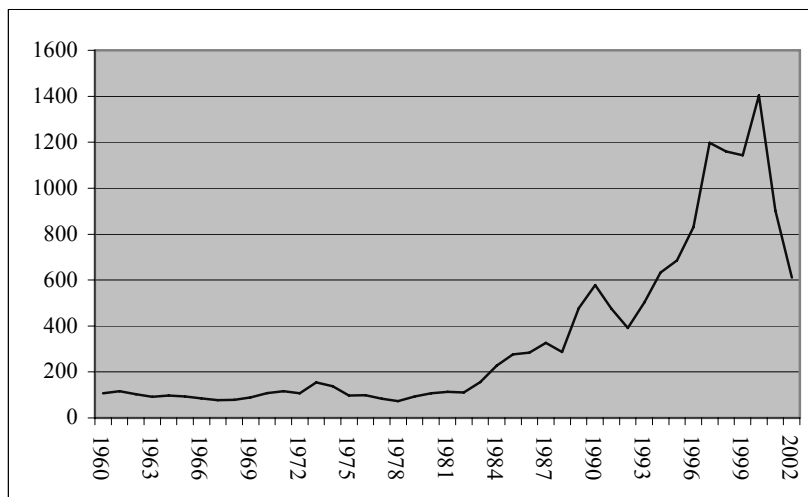
I januar 1991 startet den første Gulfkrigen, og kursene falt. Men i løpet av kort tid utviklet krigen seg slik at forventningene om at grepet om Midtøstens oljeressurser dermed var sikret, sendte aksjekursene opp igjen. I løpet av årets første åtte måneder steg kursene på Oslo Børs med 11 prosent, før deretter å falle med 22 prosent gjennom årets resterende fire måneder. Resultatet året sett under ett, var et samlet kursfall i 1991, slik det også hadde vært i 1990. En hovedårsak til kursfallet i 1991 var at den enorme størrelsen på tapene i norske banker ble kjent med offentliggjøring av bankenes regnskaper for andre tertial.

⁴¹ Kalkulert på basis av Norges Bank (2004b): *Historical Monetary Statistics*, kap. 8: tab. A1, Oslo: skriftserie no. 35

⁴² Samme sted

⁴³ Samme sted

Figur 2. Aksjekursindeks 1960–2002



Kilde: Statistisk sentralbyrå,
http://www.ssb.no/emner/historisk_statistikk/aarbok/ht-1101-625.html

Den 25. august 1992 kollapset UNI Storebrand, og ble satt under offentlig administrasjon. Dette sendte aksjekursene til et bunnivå. Fra årets begynnelse til ultimo september, hadde aksjekursene falt med mer enn 27 prosent, for deretter å ta seg opp igjen frem til jul. Etter mye turbulens og svingninger, falt dermed aksjemarkedet med 7 prosent i løpet av 1992 sett under ett. Ikke bare markedsværdien, men også børsaktiviteten, falt i løpet av 1991–92 (jf. fig. 1 og 2). Arbeidsløsheten og det høye rentenivået svekket Børsen, og bankinnskudd fremsto som et sikrere og mer lukrativt investeringsalternativ. Svært mange valgte også å nedbetale gjeld fremfor å investere i aksjemarkedet. Gjennom 1993 tok omsetningen på Oslo Børs seg kraftig opp igjen, og veksten fortsatte nærmest sammenhengende til 1997. Aksjekursene steg også nærmest sammenhengende i disse årene, slik det fremgår av figur 2. Den økte interessen for aksjemarkedet var drevet av et kraftig rentefall i 1993 og en generell konjunkturoppgang etter resesjonen på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet.

Etter fem fete børsår snudde utviklingen med et kraftig kursfall i juli 1998, etterfulgt av sviktende omsetning. Bakgrunnen var den såkalte Asia-krisen, som brøt ut i juli 1997, og særlig en forsterket oppfatning av at den økonomiske krisen i Sørøst-Asia var alvorligere enn før antatt. Da det russiske finansmarkedet brøt sammen i august, forsterket dette nedgangen. Nedgangen var imidlertid kortvarig, og varte ikke lenger enn til oktober 1998. Men fallet hadde vært såpass kraftig at kursene sank året sett under ett. Deretter løftet børsen seg på ny, drevet av den såkalte dotcom-bølgen. Fra utgangen av oktober 1998 til midten av september 2000 ble aksjekursene på Oslo Børs mer enn fordoblet. Men etter et toppunkt 14. september, sank aksjeverdiene på Oslo Børs med mer en 16 prosent til slutten av året. For året 2000 under ett ble det en nedgang på knappe 2 prosent mot en vekst på 45 prosent gjennom 1999.⁴⁴ Nedgangen fortsatte i 2001 og 2002, som også ble dårlige børsår. Denne kraftige nedgangen

⁴⁴ Kredittilsynets årsmelding 2000, s. 4

var først og fremst et uttrykk for at den såkalte dotcom-boblen, som ble blåst opp etter 1998, nå sprakk. Laveste kurs på Oslo Børs for perioden 1996–2005 inntraff 25. februar 2003. Deretter startet på ny en formidabel stigning i aksjekursene.

Tilsynet med verdipapirhandelen

I dag har Kredittilsynet, foruten tilsyn med Oslo Børs ASA og Verdipapirsentralen ASA (VPS), også tilsyn med NOS Clearing ASA (NOS), Nord Pool ASA, Nord Pool Clearing ASA og International Maritime Exchange ASA (Imarex). Kredittilsynet har siden starten ikke bare ført tilsyn med børshandelen og meglerforetakene, men også Verdipapirsentralen. Etter initiativ fra Den norske Bankforening ble det i 1983 nedsatt en bredt sammensatt arbeidsgruppe for å utrede de tekniske og juridiske sidene ved etablering av en verdipapirsentral. Arbeidsgruppen la frem utredningen sin i slutten av juni 1984, med blant annet utkast til lov om en verdipapirsentral i Norge. Finansdepartementet fremmet kort tid etter et forslag til lov, som ble sanksjonert 14. juni 1985 og trådte i kraft 15. oktober samme år.⁴⁵ Bankinspeksjonen fikk ansvaret for å føre tilsyn med virksomheten i VPS – en oppgave som ble videreført av Kredittilsynet, i og med sammenslutningen i 1986. Bakgrunnen for etableringen av en verdipapirsentral i Norge var de problemene omsetningsøkningen i verdipapirmarkedet medførte de første årene på 1980-tallet. Omsetningsapparatet fikk store problemer med avvikling og oppgjør, mens aksjeselskapene fikk voksende problemer med å ha oversikt over eierne sine og hvem som hadde hvilke rettigheter knyttet til aksjene.⁴⁶

Skjevt fordelt informasjon åpner som nevnt for kursmanipulasjon og innsidehandel. Reguleringene og håndhevelsen av dem tar sikte på å begrense slik atferd, og dermed begrense faren for tillitssvikt. Selve handelen med finansielle instrumenter reguleres av *verdipapirhandelloven*, som setter krav til deltagernes atferd i markedet. Videre regulerer loven mellommannsfunksjonen, det vil si verdipapirforetakene, og stiller krav til sikkerhet og upartiskhet i dette leddet av handelen.⁴⁷ Som vi har sett, er disse reguleringene i omfattende grad i ferd med å bli harmonisert gjennom en felleseuropeisk lovgivning generert av EU.

De senere årenes utvikling i verdipapirmarkedet stiller større krav til regulering og tilsyn enn noen gang tidligere. For å opprettholde tillit til markedet, er det av betydning å håndheve regelverket for å forebygge lovbrudd og økonomisk kriminalitet. Det er ikke lett å definere eksakt hva som er økonomisk kriminalitet. Dette illustreres ikke minst av det faktum at hva som anses som kriminelle handlinger også endres over tid. Lovgivningen er endret på en rekke felt, og det samme er mange uformelle institusjoner (atferdsnormer) også. I enkelte andre land har inntil nylig innsidehandel ikke vært straffbart.⁴⁸ I Norge fantes det ingen lovbestemmelse mot innsidehandel på børsen før den nye verdipapirhandelloven ble vedtatt i 1985. Dessuten har et voksende marked gitt økte *muligheter* for personlig berikelse gjennom lovbrudd og økonomisk kriminalitet.

⁴⁵ Ot.prp. nr. 83 (1984-85)

⁴⁶ NOU 1999: 3

⁴⁷ Norges Bank (2004a), s. 64

⁴⁸ Fra og med 2005 er innsidehandel forbudt ved lov i hele EU/EØS-området.

Tilsynet med verdipapirmarkedet har som en av sine sentrale oppgaver å sikre at de generelle atferdsreglene i verdipapirhandelloven blir overholdt av markedsaktørene. Viktigste i denne sammenheng er reglene om ulovlig innsidehandel, kursmanipulasjon og utilbørlig informasjonshåndtering. Bestemmelser om meldepliktig og flaggepliktig verdipapirhandel følges også opp. Tilsynsvirkningen er derfor rettet mot en vid krets av markedsaktører: investorer, utstedere samt deres samarbeidspartnere, og mellommenn, slike som verdipapirforetakene.

Tilsynsarbeidet kan således deles i to hovedområder, nemlig transaksjonstilsynet og institusjonstilsynet. Transaksjonstilsynet er knyttet til selve transaksjonene i verdipapirmarkedet og aktørenes atferd i forbindelse med gjennomføring av disse transaksjonene. Lovbrudd i denne forbindelse kan vi betegne som *transaksjonskriminalitet*.⁴⁹ Institusjonstilsynet er rettet mot verdipapirforetakene og andre institusjoner som driver profesjonell, konsesjonspliktig megler- og annen mellommannsvirksomhet i verdipapirmarkedet. Som jeg alt har pekt på, er det særlig misbruk av fortrolig kursinformasjon i form av innsidehandel og kursmanipulasjon, som vurderes som skadelig. Målet for tilsynsaktiviteten er å avdekke og forfølge ulovlig atferd i verdipapirmarkedet. Det samme gjelder for kontrollen med markedene for frakt- og kraftderivater, så langt atferdsbestemmelsene gjelder for disse. Tilsynsarbeidet har et preventivt mål, og tar sikte på å markere overfor potensielle lovbrutere at lovbrudd innebærer risiko for domfellelse og straff. Hovedformålet med regulering og tilsynsvirksomhet er å bidra til at verdipapirmarkedet fungerer godt for investeringsvirksomhet og som kapitalkilde for næringslivet.

Fra starten i 1986 var arbeidet på feltet organisert i en Verdipapir- og megleravdeling. Fra 1988 besto avdelingen av en ”verdipapirkontrollseksjon” og en seksjon for eiendomsmegling og inkassovirksomhet. Først fra 1997 ble verdipapirtilsynet delt i et Transaksjonstilsyn ledet av Lars Gjorvad og en verdipapirmarkedsseksjon med ansvar for institusjonstilsynet, ledet av Eystein Kleven. Den samlede Markedsavdelingen ble etter en omfattende omorganisering i 1991 ledet av Eirik Bunæs. Senere er avdelingen ytterligere reorganisert som Avdeling for markedstilsyn, og består nå (2005) av en stab under avdelingsdirektør Bunæs, samt seksjoner for henholdsvis verdipapirinstitusjoner, markedsatferd og eiendomsmegling og inkasso.

Verdipapirtilsynet høyt prioritert fra starten

I Kredittilsynets første styremøter våren 1986, sto aksjeomsetningen i de to bedriftene, som i ettertid er blitt kjent som ”jappebedriftene” Media Vision og VIP Skandinavia, øverst på sakskartet av fagsaker. Det samme var tilfelle med en sak der tilsynet hadde mistanke om ulovlig short-handel i aksjene til to kjente industribedrifter på det sentrale Østlandet.

Dette illustrerer at utviklingen i verdipapirmarkedet ble vurdert som et sentralt og høyt prioritert arbeidsområde for det nye Kredittilsynet. Dette hang både sammen med etatens egne prioriteringer og Finansdepartementets instruksjoner, som igjen hadde sin bakgrunn i den voldsomme veksten i aksjemarkedet fra 1983, og flere såkalte innsidesaker som verserte i media i kjølvannet av ekspansjonen på Oslo Børs. I forbindelse med tildelingen av

⁴⁹ Larsson, P. (2001): *Hvitere enn hvitnippkriminalitet. En studie av reguleringen av kriminalitet i verdipapirmarkedet*, Forskningsprogrammet om økonomisk kriminalitet, Rapport 49

budsjettmidlene til etaten, sender Finansdepartementet i desember hvert år et *tildelingsbrev* til Kredittilsynet. Brevet inneholder blant annet departementets retningslinjer for Kredittilsynets prioritering av ressursene for budsjettåret. I tildelingsbrevet for 1987 ble det pekt på at tilsynet skulle prioritere innsatsen på verdipapiriområdet, og spesielt ble spørsmål om innsidehandel og bankenes aksjehandel nevnt. I tildelingsbrevet for 1988 ble verdipapirmarkedet på ny trukket frem som satsningsområde, og for 1989 understreket Finansdepartementet at arbeidet med innsidehandel skulle stå sentralt på verdipapirsiden. I forbindelse med at planene om opprettelsen av et integrert Kredittilsyn ble offentlig kjent våren 1985, uttalte daværende informasjonssekretær i Finansdepartementet, Stein Gauslaa, at "... bakgrunnen for at søkelyset på ny er blitt rettet mot kontrollen med verdipapirhandelen er de senere ukers rapporter om såkalt insider trading og meglerkontrollens manglende kapasitet til å overvåke det norske aksje- og eiendomsmarkedet."⁵⁰

Den underliggende utviklingen, karakterisert ved den omfattende liberaliseringen av finansmarkedet som fant sted på begynnelsen av 1980-tallet, gjenspeilte seg i de sakene som det nye Kredittilsynet rettet oppmerksomheten mot. De svarte skyene på horisonten med hensyn til utviklingen i bankene, var imidlertid ikke på styremøtenes sakskart den første tiden. Stortinget vedtok ny lov om verdipapirhandel 14. juni 1985, som trådte i kraft 15. oktober samme år. Loven erstattet midlertidig (sic!) lov av 14. august 1918 om fonds- og aktiemeglere. Bakgrunnen for loven var at det hadde skjedd større endringer i det organiserte markedet for egenkapitalinstrumenter mellom 1980 og 1985 enn det hadde gjort mellom 1918 og 1980. Tiden var med andre ord overmoden for en ny og mer moderne lov om verdipapirhandel.

Transaksjonstilsyn og transaksjonskriminalitet

Hovedaktørene i verdipapirmarkedet er som nevnt utstedere (de børsnoterte foretakene), investorene og mellommenn. I hovedsak all mellommannsvirksomhet i verdipapirmarkedet er konsesjonspliktig etter verdipapirhandelloven.

La oss først se på tilsynet med transaksjoner og atferd. I perioden 1986 til 1990 arbeidet Kredittilsynet med mange kursmanipulerings- og innsidesaker. Rundt tjue personer ble politianmeldt for brudd på verdipapirhandellovgivningen. En av de største sakene Kredittilsynet behandlet i denne perioden, var den såkalte Ellefsen-saken. Aksjetraderen Harald Ellefsen ble mistenkt for innsidehandel i forbindelse med salg av aksjer i jappeselskapet og børsboblen Media Vision, hvor han var styremedlem. Men etter fire års etterforskning hos ØKOKRIM, ble saken henlagt høsten 1990.

Kredittilsynet arbeidet også som nevnt med andre saker i perioden 1986–1990 som omhandlet brudd på verdipapirhandellovens innsidebestemmelser, og som ble gjenstand for stor medieinteresse. En av dem var den såkalte Bik Bok-saken, der direktør Per Bruu solgte 40 500 aksjer i selskapet i desember og januar, kort tid før et skuffende årsresultat ble offentliggjort. Oslo Børs reagerte, og rapporterte saken til Kredittilsynet.⁵¹ Saken ble imidlertid henlagt på grunn av utilstrekkelig bevis.

⁵⁰ Aftenposten morgen, 25.03.1985, s. 31

⁵¹ Ulf Petter Hellstrøm: Aftenposten morgen, 06.02.1987, jf. Myhrvold 23.03.1987

Jan Breivik som hadde vært sjef i Oslo-banken, ble anmeldt av Kredittilsynet for å ha handlet aksjer i et selskap som samtidig var en aktuell oppkjøpskandidat for Oslobanken. Breivik vedtok til slutt et større forelegg for brudd på meldeplikten.

Mikal H. Grønner var konsernsjef i Kværner Industrier. I april 1987 kjøpte Grønner, som var varamedlem i Saga Petroleum A/S, 6100 aksjer i oljeselskapet. Bare få dager tidligere hadde han mottatt innkalling med sakliste til styremøte i selskapet. Grønner hevdet senere at han ikke hadde lest disse papirene. Styremøtet vedtok å åpne utenlandskvoten i selskapet, og bare et par måneder etter styremøtet solgte Grønner aksjene med en kvart million kroner i fortjeneste. Kredittilsynet mente at han hadde kjøpt aksjer i Saga på grunnlag av fortrolig selskapsinformasjon, og meldte forholdet til politiet. Men saken ble henlagt av påtalemyndigheten, fordi det ikke kunne bevises rettslig at han hadde lest posten sin.⁵² Derimot godtok Grønner et forelegg på 20 000 kroner på grunn av brudd på meldeplikten til børsen.

I løpet av 1990-tallet ble kun tre innsidesaker ført for retten. Den første dommen for innsidehandel kom i 1995, og var lenge den eneste.⁵³ På begynnelsen av 1990-tallet kom det opp en stor sak knyttet til bestemmelsene mot innsidehandel. Oslo Børs mente at tre personer i innsideposisjon hadde gjort seg skyldig i ulovlig innsidehandel, kursmanipulering og lovstridig parkering av aksjer etter kjøp av Nora-aksjer. De tre var direktør i Kreditkassens K-Holding, Fredrik Thürmer, adm. direktør i investerings- og utviklingsselskapet Synergos, Gudmund Rønningen, og eier av Tiedemannsgruppen, Johan H. Andresen. Det var med andre ord folk fra den desiderte finanseliten det her dreide seg om. Thürmer hadde dessuten vært formann i Børsstyret. De tre var medlemmer av styret i Synergos, som hadde en sterk eierposisjon i Nora Industrier. Anklagene gikk blant annet ut på at de tre hadde brukt intern informasjon om at Nora skulle fusjonere med Orkla til å kjøpe frie Nora-aksjer, før fusjonsplanene var kjent for allmennheten. Slik kunne de hente ut maksimale gevinster når kontantvederlaget til aksjeeierne ble gjort opp i forbindelse med fusjonen, høsten 1991.

Børsdirektør Erik Jarve mente at Børsen hadde god grunn til å mene at de tre hadde begått grov økonomisk kriminalitet. Bakgrunnen var en børsrapport som ble offentliggjort i august 1991. Rapporten var basert på materiale fra mer en tretti intervjuer, som også representanter fra Kredittilsynet hadde deltatt i. Børsrapporten møtte kraftig motbør fra de anklagede, men ble oversendt Kredittilsynet, som startet egne undersøkelser. Kredittilsynet oversendte saken til ØKOKRIM, og etter politietterforskning kom saken opp i Oslo Byrett i midten av april 1993. Saken ble ansett som så viktig at lederen i ØKOKRIM, Lars Oftedal Broch, selv førte aktoratet. De tiltalte i saken var Thürmer og Rønningen, mens saken mot Andresen var henlagt fordi påtalemyndigheten bedømte bevisgrunnlaget som utilstrekkelig. Begge de tiltalte ble frikjent, og børsen måtte deretter inngå forlik med Thürmer og Rønningen på grunn av børsdirektør Jarves utsagn om ”grov økonomisk kriminalitet”. I følge pressen måtte Oslo Børs punge ut med millionbeløp for å få til forliket, og offentlig beklage uttalelsene i forbindelse med offentliggjørelsen av børsrapporten. Situasjonen åtte år etter den nye

⁵² Larsson (2001): 38

⁵³ Knutsen og Ecklund (2000); Larsson (2001): 93

verdipapirhandeloven var fortsatt at ingen var dømt etter lovens bestemmelser om innsidehandel.⁵⁴

Kredittilsynet utformet forslag til nye innsideregler alt i 1988, på bakgrunn av de erfaringene man hadde hatt fra 1980-tallets innsidesaker. Men saken hadde ligget i Finansdepartementet i to år, da den ble aktualisert igjen høsten 1991. Blant annet ble det foreslått at strafferammen for innsidehandel ble økt fra ett til seks års fengsel. Foruten innskjerping av straffereaksjonene, signaliserte myndighetene at de ønsket å slå hardt til mot misbruk av kursfølsom informasjon ved å gå inn for såkalt omvendt bevisbyrde. De som var anklaget for innsidehandel, måtte med dette selv sannsynliggjøre at de var uskyldige. Dette møtte imidlertid kraftig motstand fra børs- og meglerhold, og også fra straffelovkommisjonen. Ved behandlingen av proposisjonen høsten 1991, vendte de folkevalgte tommelen ned for prinsippet om omvendt bevisbyrde, men regjeringen fikk med seg Stortinget på å heve strafferammen til seks år. Men flertallet gikk inn for en såkalt undersøkelsesplikt for et selskaps ansatte og tillitsvalgte, når de ønsket å handle aksjer i selskapet. Det innebar at de måtte klargjøre at det ikke var fare for at de benyttet intern, kursfølsom informasjon, samtidig som de måtte skaffe seg en skriftlig klarering fra selskapets ledelse før de handlet aksjer.

Inntil utgangen av 1998 var bare én person – det nevnte tilfellet i 1995 – dømt for ulovelig innsidehandel. En porteføljeassistent i Vesta kjøpte aksjer i Peppes Pizza, like før selskapet ble kjøpt opp av Narvesen i 1994. Porteføljeforvalteren fikk i oppdrag å finne ut hvor mange aksjer Vesta hadde i Peppes Pizza, og han skjønte at noe var på gang. Rett etter at han hadde fått informasjon av sin overordnede, satte han i gang for å sikre seg aksjer og fortjeneste. Hele saken ble avdekket av tilsynsmyndighetene, og porteføljeassistenten ble dømt til seks måneders betinget fengsel, inndragning av fortjenesten på 36 000 kroner, en bot på 40 000 kroner og saksomkostninger på 3000 kroner. Dette var lenge den eneste fellende dommen. Siden 2002 har det imidlertid blitt avsagt fellende dommer i saker om kursmanipulering- og innsidehandel hvert eneste år frem til 2005, med en foreløpig topp i 2004.⁵⁵

En milepæl for Kredittilsynet i arbeidet med å avdekke transaksjonskriminalitet i form av innsidehandel, var saken mot investoren Einar Chr. Nagell-Erichsen. Han ble dømt til ett års fengsel, hvorav en måned ubetinget, for ulovelig innsidehandel. I tillegg ble han dømt til inndragning av over to millioner kroner. Straffen ble til slutt stadfestet av Høyesterett. Med dette var Nagell-Erichsen den første som ble dømt til ubetinget fengsel for innsidehandel. Bakgrunnen var at investoren satt på en betydelig aksjepost i daværende Finansbanken, da han den 16. desember 1998 fikk opplysninger av en slik art at de var egnet til å påvirke kursen på aksjene i Finansbanken vesentlig. Kort tid etter kjøpte han flere Finansbanken-aksjer på grunnlag av innsideinformasjonen gjennom Coutts Bank i Sveits. Denne banken forvaltet posten på en nominee-konto, som investoren kunne skjule seg bak. Kredittilsynet ba, på grunnlag av undersøkelser som var gjort, om opplysninger om hvem som sto bak forvalterkontoen. Saken ble tatt helt til sveitsisk høyesterett som til slutt gjorde vedtak om offentliggjøring.

⁵⁴ Knutsen og Ecklund (2000): 277

⁵⁵ Intervju av Frank Lynum med seksjonssjef Geir Holen, Kredittilsynet, Aftenposten morgen, 02.01.2006, Økonomiseksjonen, s. 2–3.

Innsidehandel, kursmanipulasjon og andre alvorlige brudd på loven om verdipapirhandel har følgelig i økende grad blitt avslørt av tilsynsmyndighetene de siste årene. Dessuten har langt flere blitt dømt for transaksjonskriminalitet. Hvorvidt dette er et resultat av at tilsynsmyndighetene har blitt flinkere til å avsløre verdipapirkriminalitet, at lovendringer har gjort det enklere å få dømt hvitsnippforbrytere eller at antallet brudd på atferdsreglene har økt, er vanskelig å fastslå med sikkerhet.

Institusjonstilsynet: kontrollen med verdipapirforetakene

Den omfattende veksten i verdipapirhandelen har gitt opphav til en tilsvarende vekst i markedet for fondsmeglertjenester og andre aktiviteter knyttet til verdipapiriromsetningen. Fondsmeglerbransjen består av frittstående meglerhus og bankenes fondsavdelinger. De frittstående verdipapirforetakene er flest i antall. Til sammen består verdipapirforetaksbransjen av opp under 2500 ansatte som i 2005 hadde driftsinntekter på til sammen 11,4 milliarder kroner. Verdipapirforetak som ikke er bank, sto for 65 prosent av disse inntektene, og oppnådde et samlet driftsresultat på 3,6 milliarder kroner. Den sterke veksten i verdipapirmarkedet, og spesielt aksjemarkedet, har følgelig generert et betydelig marked, med store fortjenestemuligheter. Men samtidig har de etiske utfordringene vokst.

Både meglere og investorer kan være involvert i transaksjonskriminalitet. Men i tillegg kan det foregå lovbrudd og kriminalitet i fondsmeglerforetak, knyttet til lover og regler som spesifikt gjelder for deres virksomhet som meglere og tilretteleggere. Dette kan dreie seg om brudd på oppgjørsreglene, om ulovlig egenhandel, om ulovlig short-handel, forfordelingsproblematikk og så videre. Også på dette området har Kredittilsynet avdekket en rekke lovbrudd av mer eller mindre alvorlig karakter. Vi skal se på noen eksempler i det følgende.

Meglerforetaket Oslo Securities fikk i oktober 1993 svært sterke, kritiske merknader fra Kredittilsynet etter et stedlig tilsyn i selskapet i mars 1993. Per Aeng var bevillingshaver og administrerende direktør i selskapet, og Kredittilsynet fratok ham fondsmeglerbevillingen på grunn av overtredelse av lov om verdipapirhandel. Saken gjaldt bestemmelsen om at fondsmeglerforetak ikke må yte lån, kreditt eller stille garanti for lån til innkjøp av verdipapirer, samt brudd på opplysningsplikten overfor Kredittilsynet.⁵⁶ I perioden januar–mars 1993 hadde Oslo Securities AS et daglig gjennomsnittlig utestående overfor kunder på 19,5 millioner kroner. Tilgodehavendet refererte seg til aksjekjøp foretatt av flere av foretakets aksjemeglere for forskjellige kunder, hvor oppgjørsfristen var forfalt. I meglerforetaket ble det ikke foretatt noen effektiv kontroll av at det instruksverket som skulle forhindre kredittgivning, ble fulgt. Kjente tilfeller av ulovlig kredittgivning ble ikke fulgt opp. Saken ble oversendt ØKOKRIM i desember 1993. I januar 1996 ble Aeng dømt i Oslo Byrett til å betale en bot på 75 000 kroner for overtredelse av verdipapirhandelloven, subsidiært fengsel i 20 dager, samt saksomkostninger på 175 000 kroner.

I august 1996 påtok R.S. Platou Securities AS seg oppdrag som tilrettelegger for offshore-selskapet Norwegian Applied Technology (NAT) med sikte på å gjennomføre en offentlig emisjon kombinert med et spredningssalg og en rettet emisjon mot ansatte i NAT. Emisjonen

⁵⁶ Se referat fra styremøte i Kredittilsynet, 20.12.1993: KTA-styreakivet.

ble kraftig overtegnet. På bakgrunn av rykter om at medarbeidere i meglerforetaket hadde forfordelt seg selv på bekostning av kundene, ble R.S. Platou Securities bedt om å gi en redegjørelse for Oslo Børs om tildelingen av aksjene i NAT. NAT-saken kom frem for offentligheten i en artikkel i Dagens Næringsliv 28. januar 1997. Med utgangspunkt i Platous redegjørelse for børsen, iverksatte Kredittilsynet videre undersøkelser hos meglerforetaket og tegnerne. Kredittilsynet avdekket en rekke brudd på lov om verdipapirhandel, som taktisk tegning av de ansatte, tildeling av aksjer til ansatte og deres venner og familie til fortregning for øvrige tegnere, tildeling til porteføljeforvaltere og deres nærstående hos store kunder av foretaket til fortregning for forvalterens oppdragsgivere. Dessuten hadde det funnet sted endring av tegningsblanketter, dels etter selektiv informasjon om tegningsprosessen til enkeltkunder, dels uten kundens forutgående ordre.

Kredittilsynet varslet om at det overveide å frata R.S. Platou Securities foretakets mest profitable virksomhet, nemlig retten til å tilrettelegge emisjoner. Tilsynet vurderte det slik at Platou Securities både hadde brutt ”god forretningskikk” og hadde anvendt ”urimelige forretningsmetoder”. Kredittilsynets styre vedtok i styremøte den 18. mars 1997 på denne bakgrunn å trekke tilbake Platous tillatelse til å drive emisjonsvirksomhet. R.S. Platou Securities AS valgte på denne bakgrunn å innstille hele virksomheten sin, men påklaget samtidig Kredittilsynets vedtak til Finansdepartementet. Meglerhuset fikk imidlertid ikke medhold hos Finansdepartementet i at det var uriktig å frata dem konsesjonen til å drive med tilrettelegging av emisjoner, og stadfestet Kredittilsynets vedtak i brev av 1. desember 1997.

Våren 1997 gikk også meglerforetaket NOKA Securities overende. Meglerforetaket ble etablert i 1993 av Bengt Almgren og andre utbrytere fra Oslo Securities. Etter et stedlig tilsyn konkluderte Kredittilsynet med at NOKA og administrerende direktør Bengt Almgren hadde gjort seg skyldig i grove og vedvarende overtredelser av verdipapirhandelloven og aksjeloven og at meglerhuset etter loven kunne pålegges å stanse all aktivitet. De ulovlige forholdene gjaldt blant annet ulovlig short-salg og at meglerhuset hadde gitt ulovlig kreditt. Det ble pekt på at foretaket hadde manglende intern kontroll, og at rapporteringen til Kredittilsynet var mangelfull. Videre hadde Almgren brutt regelverket for egenhandel.⁵⁷ På denne bakgrunn varslet Kredittilsynet at man ville vurdere å stoppe foretakets virksomhet, og meldte seg selv til ØKOKRIM.

Få dager etter Kredittilsynets brev meddelte NOKA Securities AS tilsynet om at meglerhusets virksomhet ville opphøre umiddelbart, med den begrunnelse at selskapet var påført betydelige tap som følge av uautoriserte disposisjoner av selskapets tidligere administrerende direktør – det vil si Almgren. Høsten 1997 ble han dømt til fire og et halvt års fengsel for dokumentfalsk, grovt underslag og grovt bedrageri. Retten påviste at kundene var påført et tap på over 130 millioner kroner.

Kredittilsynet gjorde kort tid før jul i 1999 vedtak om at verdipapirforetaket Fondspartner AS måtte avvikle sin virksomhet innenfor kjøp og salg av aksjer innen 23. desember. Vedtaket ble gjort på grunnlag av to stedlige inspeksjoner der tilsynet ved begge anledninger avdekket omfattende, vedvarende, systematiske og alvorlige brudd på verdipapirhandellovens krav om

⁵⁷ Dagens Næringsliv, 11.04.1997, s. 5

organisering av meglervirksomheten, og på andre viktige bestemmelser i loven. Tilsynet hadde etter første inspeksjon i 1998 krevd at det ble ryddet opp, men uten at dette skjedde.

Kredittilsynet hadde gjennomgått en rekke transaksjoner, særlig i unoterte aksjer i barberhøvelselskapet Ruud & Rye og Fast. Det mest graverende var at meglerhuset hadde blandet sammen handler på vegne av kundene og egne aksjehandler. Dette gjorde det umulig å etterprøve hvorvidt kundene fikk riktig kurs når de kjøpte og solgte aksjer. Et av momentene i Kredittilsynets kritikk var at meglerne hadde solgt aksjer til en lav pris for kunder, samtidig som meglerne visste at han hadde en kjøper til aksjene på en vesentlig høyere kurs. Arbitrasjegevinsten tok meglerhuset på egen bok. I to år hadde meglerhuset beriket seg på kundenes bekostning.

I et forsøk på å demme opp for konsekvensene og unngå tap av konsesjon, sørget administrerende direktør Willy E. Wiik og styreformann Jarl Whist for å få fjernet tre av Fondspartners sentrale meglere, for ”å rette opp feilene”. Men dette endret selvsagt ikke på det forholdet at man hadde unnlatt å følge opp graverende og lovstridige mangler ved organiseringen av virksomheten. Lederne var heller ingen ”hvem som helst” i finansnæringen. Wiik hadde vært leder av egenkapitaldivisjonen i Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND), og hadde før dette hatt ledende posisjoner i Bergen Banks og DnBs utenlandsvirksomhet. Whist hadde vært viseadministrerende direktør i Kreditkassen og en av dem som hadde ansvaret for at storbanken ble kjørt i grøfta under bankkrisen på slutten av 1980- og begynnelsen av 1990-tallet.

I forbindelse med Kredittilsynets ramsalte kritikk uttalte styreformann Whist til pressen at ”vi har ikke vært flinke nok til å lese mellom linjene i det Kredittilsynet har ment. Vi har rett og slett hatt det for travelt.”⁵⁸ Whist bekreftet også at han hadde trodd at avlaten med de tre meglerne som sa opp sin stilling, skulle være tilstrekkelig til å redde meglerkonsesjonen. Den 23. desember besluttet selskapet å avvikle virksomheten.

En del av feiltrinnene i meglerhusene skyldes utvilsomt sjuksk og dårlige rutiner. Det er likevel ikke urimelig å oppsummere sviktende etikk og holdninger i mange verdipapirforetak gjennom 1980- og 1990-årene som uttrykk for en grådighetskultur. Det samme kan sies om den transaksjonskriminaliteten som utvilsomt økte i omfang i samme periode. Det er interessant å merke at de involverte i disse lovovertredsene, hvor jeg bare har sett på et lite utvalg, gjennomgående er ressurssterke og godt utdannede personer. Mange har lang erfaring fra finansnæringen.

Mye tyder på at utviklingen etter liberaliseringen av verdipapirmarkedet og den kraftige veksten i aksjemarkedet, har økt muligheten til berikelse gjennom virksomhet på kanten av, og også på den andre siden av lovens grense. Grådighet vil alltid være der. Men verdipapirene og handelen med dem er avhengig av *tillit* dersom de skal kunne fylle den funksjonen de har fått i dagens økonomi, og ikke minst fordi stadig større skarer av vanlige sparere plasserer midlene sine i markedet. Regulering og tilsyn er avgjørende for å få verdipapirmarkedet til å fungere tilfredsstillende, og kanskje aller viktigst er *håndhevelse* av spillereglene, både gjennom sanksjonsmidler og straff.

⁵⁸ Intervju med Whist, Dagens Næringsliv 17.12.1999, s. 16

Hovedhensikten med å utstede verdipapirer er å skaffe kapital til næringslivet enten i form av fremmedkapital gjennom obligasjonslån eller i form av risiko- og eierkapital gjennom utstedelse av aksjer. Aksjemarkedet kan deles i et organisert aksjemarked (børs) og et ”private equity”-marked for unoterte aksjer. Hovedmotivet for å *investere* i aksjer er å tjene penger, følgelig må de kunne omsettes. Dette er grunnleggende i en kapitalistisk, markedsbasert økonomi. Nyemisjoner og kapitalutvidelser foregår i førstehåndsmarkedet, og markedet for omsetning av allerede utstedte aksjer kalles annenhåndsmarkedet. Det er særlig virksomheten i det organiserte børsmarkedet, som står i sentrum for Kredittilsynets oppmerksomhet.

Men over tid kan vi observere to ytterpunkter i forholdet til graden av markedsregulering og markedskontroll. På den ene siden har vi et synspunkt om at markedet er en selvregulerende mekanisme, og at inngrep i form av reguleringer bare er egnet til å gjøre markedene ineffektive. Historisk er dette begrunnelsen for *laissez-faire*. Men argumentet har også en nyere tapning om at markedet ”... burde overlates til seg selv slik at man fikk et realistisk bilde av risikoen og det etiske nivå i næringen.”⁵⁹ Reguleringene kan nemlig bidra til å skape et falskt bilde av den risikoen investorene påtar seg ved å gå inn i aksjemarkedet. Det motsatte argumentet er reguleringsoptimisme, en tro på at stadig mer reguleringer vil gi både økende konsumentbeskyttelse og effektive markeder.

Men hvis finansmarkedene skal ha rom for innovasjon og dynamikk for utvikling av nye produkter og instrumenter, er det vesentlig at reguleringene ikke virker konserverende. Følgelig går det antagelig en grense for omfanget av reguleringer. Denne er muligens nådd i dag, slik at man med rette kan si at deler av finansmarkedene er ”overregulerte”.

Regnskap og revisjon

Kredittilsynet har flere ganger fått utvidet sine oppgaver innenfor regnskap og revisjon. Denne utviklingen har særlig skutt fart i løpet av de ti siste årene. Kredittilsynet har i dag forvaltningsansvaret for finansnæringens regnskapsregelverk, og har også regnskapstilsyn overfor børsnoterte selskaper. Videre har etaten ansvaret for godkjenning av og tilsyn med regnskapsførere og regnskapsførerselskaper, i alt om lag 9800 enheter og tilsvarende ansvar for revisorer og revisjonsselskaper, til sammen over 6000 enheter.

I 1989 ble det gjort endringer i revisorloven. Disse innebar blant annet at Kredittilsynet på noe sikt skulle ha ansvar for førstegangs saksbehandling av klagesaker mot revisor, og at revisor med visse mellomrom måtte få sin bevilling fornyet. Intensjonen var å etablere et mer aktivt revisortilsyn, og dette ble gjennomført i løpet av 1992. I løpet av året ble det gjennomført 40 tilsyn med revisorer. Mens det i fireårsperioden 1986–89 ble gjort om lag sju vedtak i året om inndragning av bevilling, sterk reprimande eller reprimande, ble det til sammenligning gjort om lag 25 slike vedtak per år i fireårsperioden 1990–93.

Det ble også satt i gang nye tilsynsformer, slik som tematilsyn. Temakontrollen la opp til kontroll med visse deler av revisjonsvirksomheten, for eksempel varelager, fordringer,

⁵⁹ Larsson (2001): 17

planlegging, skatt, avgift eller lønn. Det lå i den nye tilsynsformen at alvorlige merknader ved en temakontroll førte til ordinært tilsyn av hele virksomheten. Fra 1994 ble revisortilsynet også utvidet til iverksettelse av et dokumentbasert tilsyn, og samtlige revisorer ble for første gang bedt om å informere skriftlig om egen utdanning og virksomhet, om de anså å følge normene for god revisjonsskikk, samt virksomhetens omsetningstall. I 1998 ble det vedtatt ny revisorlov, og loven trådte i kraft fra 1. august 1999.

På begynnelsen av 1990-tallet rettet de politiske myndighetene oppmerksomheten mot regnskapsførere som drev regnskapsføring for andre. Politikerne ønsket å etablere offentlig autorisasjon for denne gruppen, og dette ble vedtatt i juni 1993.⁶⁰ I perioden 1993–98 var ordningen administrert av Autorisasjonsstyret for regnskapsførere, som ble oppnevnt av Finansdepartementet. På bakgrunn av Finansdepartementets evaluering av ordningen i 1998, fikk Kredittilsynet også ansvaret for denne ordningen fra 1. januar 1999.

I begynnelsen av september 2001 tok Kredittilsynet opp autorisasjonsordningen for regnskapsførere med Finansdepartementet.⁶¹ I notatet pekte Kredittilsynet på at det hele tiden hadde hatt det prinsipielle standpunkt at regnskapsførere ikke burde være underlagt offentlig autorisasjon og tilsyn. Dette var begrunnet med at det offentlige burde være forsiktige med å påta seg kontroll- og tilsynsoppgaver som ikke er klart nødvendige. Alt i brev av juni 2000 hadde Kredittilsynet foreslått at autorisasjonsordningen burde avskaffes, og at en rent faglig kvalifikasjonssikring kunne ivaretas av en privat forening. Subsidiært burde autorisasjonsordningen etter Kredittilsynets mening overføres til et annet offentlig organ, dersom de politiske myndighetene ønsket å opprettholde den. I notatet ble det gjentatt at Kredittilsynets erfaring var at ”regnskapsføreryrket er lite egnet for offentlig regulering og tilsyn.” I forhold til andre viktige oppgaver var ressursbruken på tilsyn med regnskapsførere lite effektiv. De politiske myndighetene var imidlertid ikke enige med Kredittilsynet i disse vurderingene. De ønsket ikke å gi grønt lys for forenklinger og ressursbesparing på området, men ville tvert i mot opprettholde autorisasjonsordningen og tilsynet i regi av Kredittilsynet.

Kredittilsynets arbeid med regnskaps- og revisjonsspørsmål er nært knyttet til tilsynet med verdipapirmarkedet. I forbindelse med innføringen av IFRS-forordningen for norske, børsnoterte selskaper, la regjeringen i august 2003 frem forslag om betydelige endringer i regnskapsloven og tilhørende forskrifter. På denne bakgrunn vedtok Stortinget i desember 2004 lovregler som ble iverksatt med virkning fra 1. januar 2005. Denne omfattende regelendringen for de børsnoterte selskapene har som nevnt direkte sammenheng med EUs plan for utvikling av velfungerende markeder for finansielle tjenester. Den direkte foranledningen til innføringen av disse internasjonale standardene var avdekkingen av de omfattende regnskapssvindlene i selskaper som ENRON, Parmalat og WorldCom, som innebar at investorer, ansatte og myndigheter ble ført bak lyset med manipulert regnskapsinformasjon. Manipulasjonene lå til grunn for økonomisk kriminalitet av sjokkerende omfang.

I Norge er det Kredittilsynet som har fått ansvaret for å utføre kontrollen med den finansielle rapporteringen i henhold til IFRS-forordningen. Kredittilsynet fikk dermed et atskillig mer

⁶⁰ Lov 18. juni 1993 nr. 109

⁶¹ Notat fra Kredittilsynet til Finansdepartementet 11.09. 2001

omfattende mandat og ansvarsområde, blant annet ved et direkte forhold til alle norske børsnoterte selskaper og indirekte til deres investorer. Dette førte til et betydelig økt kompetansebehov på regnskapssiden, og innebærer store utfordringer med hensyn til arbeidsmetoder. Informasjon til og kommunikasjon med disse gruppene byr likeledes på store utfordringer. Organisatorisk har disse oppgavene blitt innpasset i Kredittilsynets avdeling for regnskaps- og revisortilsyn, og det har blitt etablert en egen seksjon for regnskapstilsyn i avdelingen.

Strategi, organisasjon og ledelse

I mai 1992 gikk daværende kredittilsynsdirektør Aasmundstad av, ett år før tiden. Avgangen hadde bakgrunn i flere forhold, som det har blitt redegjort for i finanstillsynets historie fra 2000.⁶² I kjølvannet av direktørens avgang arbeidet Finansdepartementet med planer om å legge ned Kredittilsynet, og overføre tilsynsfunksjonene til Norges Bank. Dette forslaget fant imidlertid liten støtte blant politikerne, og i stedet gikk Stortinget inn for å styrke Kredittilsynet. Sven-Henning Kjelsrud ble konstituert som kredittilsynsdirektør, en oppgave han hadde frem til mars 1993. I mars 1993 ble Bjørn Skogstad Aamo tilsatt som ny direktør for Kredittilsynet. Erling Selvig var styreformann gjennom 16 år, frem til mars 2002, da han ble avløst av Finn Hvistendahl. Dermed har Kredittilsynet hatt en stabil toppledelse over en relativt lang periode.

Kredittilsynets styre vedtok etatens første strategiplan 15. mai 1990, gjeldende for fireårsperioden 1990–1993. Deretter har det fulgt strategiplaner utformet i 1994, 1998 og 2002. Planen fra sistnevnte år gjaldt perioden 2003–2006. Det har dermed blitt utformet og gjennomført fire strategiplaner for Kredittilsynets virksomhet.

Den første planen fra 1990 tok utgangspunkt i at Kredittilsynet først og fremst var et tilsynsorgan, og at tilsynsoppgavene dermed måtte være prioritert fremfor rene forvaltningsoppgaver. Tilsynet med institusjonenes soliditet og oppfyllelse av sikkerhetskrav skulle ha høyeste prioritet. Det ble også slått fast at Kredittilsynet skulle legge stor vekt på utbygging og styrking av forsikringstilsynet, og også ”verdipapirtilsynet skulle vies betydelig oppmerksomhet.”⁶³ Samtidig skulle man gradvis bygge ned kontrollen med premier og produkter i forsikring, som hadde vært en betydelig del av det tidligere Forsikringsrådets aktivitet.

I planen ble det også lagt opp til en gjennomgang av den organisasjons- og ledelsesstrukturen som ble utformet ved etableringen av Kredittilsynet i 1986. Etter en omfattende organisasjonsprosess, ble en ny organisasjonsplan iverksatt fra 1. mai 1991. Det ble etablert en ny finans- og forsikringsavdeling, en ny markedsavdeling og en ny avdeling for regnskap og revisjon. Sistnevnte ble skilt ut av den tidligere utredningsavdelingen, som ble oppløst, og funksjonene ble fordelt på de nye avdelingene. Denne organisasjonsstrukturen har dannet basis for organiseringen av Kredittilsynet frem til skrivende stund (april 2006), selvsagt med en del endringer både med hensyn til stabsfunksjoner og avdelingenes seksjoner. Avdelingene har også hatt stabil ledelse over relativt lang tid. Sven-Henning Kjelsrud og

⁶² Se Knutsen og Ecklund (2000), s. 306 f. for nærmere detaljer.

⁶³ Kredittilsynet, Årsmelding 1990, s. 2

Eirik Bunæs har ledet henholdsvis finans- og forsikringsavdelingen og markedsavdelingen siden 1992–93 og frem til i dag, mens Anne Merethe Bellamy har hatt ledelsen av avdelingen for regnskap og revisjon siden 1996.

Ved starten i 1986 fantes det en forsikringsfaglig gruppe, men denne ble nedlagt. For å styrke tilsynet med forsikringsselskapene ble det fra oktober 1993 på ny opprettet en egen forsikringsfaglig seksjon i finans- og forsikringsavdelingen. Den nye seksjonen ble etablert med tverrfaglig kompetanse innenfor aktuarfag og jus. I dag har Seksjon for forsikringsfaglige spørsmål om lag 16 medarbeidere.

På bakgrunn av erfaringene fra bankkrisen, la planen fra 1994 vekt på samspillet mellom tilsyn med soliditeten i enkeltinstitusjoner og overvåking av makroøkonomiske forhold. Dermed ble oppmerksomheten rettet mot det som i sum omtales som finansiell stabilitet. På denne bakgrunn ble det gjort strategivalg med større oppmerksomhet på helhet og sammenhenger i det finansielle systemet, og på forebyggende arbeid for å unngå systemkrise. Den nevnte innføringen av et program for makroøkonomisk overvåking må sees i sammenheng med denne strategien. I perioden 1994–97 ble det videre lagt stor vekt på hensynet til finansinstitusjonenes soliditet, og de stedlige tilsynene la økende vekt på kapitalforvaltning, internkontroll, kredittvurderingssystemer, ledelse og drift og teknologiutvikling. Som et ledd i det forebyggende arbeidet, innførte Kredittilsynet en ny internkontrollforskrift for bankene i 1995. Den innebar klare krav til etablering og oppfølging av rutiner for den interne styringen og kontrollen. I 1996 ble en tilsvarende forskrift innført for forsikring, og i 1997 ble forskriften også utvidet til å gjelde verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond.

Strategiplanen for 2003–2006, vedtatt i november 2002, er i langt større grad opptatt av risikobasert tilsyn som grunnlag for å bidra til finansiell stabilitet. Strategien ble innrettet på en betydelig omlegging av tilsynsmetodene innenfor finans-, forsikrings- og verdipapirområdet i retning av et risikobasert tilsynsprinsipp.⁶⁴ Kredittilsynet skulle legge vekt på å påse at kapitaldekningen var konsistent med det enkelte foretakets risikoprofil og styringssystemer. Strategiplanen vektla også som en viktig oppgave for Kredittilsynet å tilpasse det norske regelverket til de nye kravene i det internasjonale regelverket, som var under utvikling og som jeg har redegjort nærmere for i det foregående.

Sammenfatning og konklusjon

Finansmarkedene har gjennomgått omfattende forandringer de siste årene. Et sentralt utviklingstrekk har vært store endringer i produkter, tjenestetilbud og distribusjonsmåter. Et annet utviklingstrekk er de store strukturelle transformasjonene som har funnet sted, blant annet i form av fremvekst av store, integrerte finanskonsern. Samtidig har verdipapirmarkedene fått større betydning i den norske økonomien, først og fremst som kanal for publikums sparing, men også som finansieringskilde for næringslivet.

⁶⁴ Se Kredittilsynets strategidokument av 21. november 2002.

Disse store endringene har vært drevet av flere faktorer. For det første har det funnet sted en informasjonsteknologisk omveltning av betydelige dimensjoner, etter oppfinnelsen av transistoren på begynnelsen av 1970-tallet. Utviklingen av moderne informasjons- og kommunikasjonsteknologi har utvidet mulighetsrommet enormt for utviklingen av nye produkter, distribusjonskanaler og informasjonsbehandling i finansmarkedene. For det andre medførte det nyliberale skiftet sterke endringskrefter i retning av økt betydning for verdipapirmarkedene, og forårsaket store strukturendringer i finansnæringen. For det tredje har det gjennomsnittlige inntektsnivået i Norge økt kraftig siden 1960-årene, og særlig etter at voksende oljeinntekter begynte å strømme inn i norsk økonomi. Alle disse grunnleggende drivkreftene må dessuten sees i sammenheng med den akselererende økonomiske globaliseringen som har funnet sted siden slutten av 1980-tallet. Et viktig ledd i denne prosessen er integrasjonen i europeisk økonomi, drevet frem av EU og etableringen av EUs indre marked.

Denne utviklingen har ikke medført en ”deregulering” slik liberaliseringen ble karakterisert på 1980-tallet. Snarere har det funnet sted en omfattende nyregulering – men nå i markedskonform retning. Norge har innført et omfattende felleseuropeisk regelverk for finanssektoren som følger av EØS-medlemskapet. I løpet av de siste femten årene har regelverksutvikling i økende grad preget Kredittilsynets virksomhet. Men dette har i sin tur reist nye utfordringer for forvaltning og håndhevelse. Når det gjelder det siste, tok det nærmere ti år før man fikk en domfellelse for eksempelvis innsidehandel. I løpet av de siste ti årene har tilsynet derimot i økende grad vist seg i stand til å avdekke regelbrudd, og reagere på disse i form av inndragning av bevilling og så videre. Antallet fellende dommer har økt til et ikke ubetydelig omfang. I forhold til de spørsmålene jeg stilte innledningsvis, har vi utvilsomt et mer effektivt tilsyn i dag enn for tjue år siden. Dette gjelder også om vi tar med i betraktning utfordringene som følger av markedsendringer og en stadig mer kompleks finanssektor.

Det nyliberale skiftet førte til en betydelig økt usikkerhet i finansmarkedene og langt mer prisflyktighet i formuesmarkedene – det vil si eiendomsmarkedet og verdipapirmarkedene. Dette har økt risikoen for finansiell ustabilitet og krise. De omfattende bankkrisene i de nordiske landene, Asia-krisene på slutten av 1990-årene, samt aksjekrakk og dotcom-boble, illustrerer dette. I arbeidet for å sikre finansiell stabilitet har mulige konsekvenser av økt usikkerhet blitt møtt med utvikling av et mer risikobasert tilsyn. Men samtidig er det viktig å ha i mente at finansmarkedene er grunnleggende uforutsigbare, og at standard økonomisk teori i liten grad har kunnet forklare for eksempel utviklingen av prisbobler. Selv om forebyggende arbeid er viktig, innebærer dette på ingen måte at man bør la erfaringene fra krisehåndtering gå i glemmeboken.

Kapittel 2

ERLING SELVIG

Utviklingen av et samlet lovverk på finansområdet

Erling Selvig er professor emeritus ved Det juridiske fakultet, Universitetet i Oslo, og leder for Banklovkommisjonen. Selvig var styreleder i Kredittilsynet fra det ble opprettet og frem til mars 2002.

1. Lovreformer i 1980-årene

Lovgivningsaktiviteten på finansområdet var meget høy i siste halvdel av 1980-årene. Reformarbeidet fulgte to hovedlinjer som senere har vært retningsgivende for utviklingen av lovverket.

1) Det første tiltak var en gjennomgripende revisjon av *verdipapirhandels- og børslovgivningen*. Det startet i 1985 med nye lover om verdipapirhandelen og verdipapirsentralen som kort tid etter (1988) ble fulgt opp med ny børslov. Denne lovgivningen er senere avløst av et omfattende lovverk om finansielle instrumenter (verdipapirhandellogen 1997) og handelen med slike instrumenter (børsloven 2000). Så vel i 1980-årene som i senere år er lovarbeidet på disse områdene blitt håndtert som særskilte lovsaker, i hovedsak atskilt fra og uavhengig av moderniseringen av lovgivningen for finansinstitusjoner og de øvrige deler av finansområdet.

Hovedårsaken til dette er åpenbar. I de senere år har EU helt klart vært i førerretet når det gjelder utbyggingen av regelverket for kapital- og verdipapirmarkedene. Den norske egeninnsatsen har i det store og hele begrenset seg til nasjonal gjennomføring med nødvendige tilpasninger til ulike utførlige regelverk i et antall direktiver utarbeidet innenfor EU-systemet og deretter inkorporert i EØS-avtalen, jf. nå NOU 2006: 3 *Om markeder for finansielle instrumenter*. Vår lovgivning på verdipapir- og børsområdet fremstår derfor som internasjonalt og langt høyere grad enn lovverket på finansområdet for øvrig. Denne del av lovverket må også av den grunn fortsatt håndteres i hovedsak uavhengig av utviklingen av lovverket på de tradisjonelt sentrale deler av finansområdet, og vil derfor ikke bli nærmere omtalt i det følgende.

2) Den andre delen av reformarbeidet i 1980-årene omfattet *lovgivning for de sentrale finansområder*. Her står en overfor et prinsipielt brudd med det institusjonsrettede opplegg som inntil da hadde ligget til grunn for utformingen av lovverket på disse områdene. De ulike typer av finansinstitusjoner og deres virksomhet var tradisjonelt – både hos oss og i andre land – regulert i egne lover, noe som fremgikk blant annet av norsk bank- og forsikringslovgivning på den tiden. Den nye lovgivningen hadde en bredere tilnæringsmåte, og den viste seg å bli en slags grunnmur for senere oppbygging av et samlet lovverk for finansinstitusjoner og sentrale deler av deres virksomhet.

Det første ”spadestikket” ble tatt i 1985 ved opprettelsen av Kredittilsynet som et felles tilsynsorgan for hele finanssektoren. Ideen om en samordning av forsikrings- og banktilsynet som dukket opp under arbeidet med ny forsikringslovgivning (NOU 1983: 52), fikk på kort tid alminnelig tilslutning og førte til etablering av et samlet finanstilsyn. Effektivitets- og rasjonaliseringsgevinster stod da sentralt i begrunnelsen. Men i Ot.prp. nr. 49 (1984-85) fremhevet Finansdepartementet også de langsiktige mål med samordningen og pekte på behovet for en gjennomgang av det rettslige grunnlag for den tilsynsvirksomhet på finansområdet som det nye Kredittilsynet skulle forestå.

Oppfølgingen lot ikke vente på seg. Allerede i 1988 fikk vi en ny lov om finansinstitusjoner og finansieringsvirksomhet hvor det for første gang ble gitt omfattende *felles regler* for finansinstitusjoner generelt, herunder spare- og forretningsbanker og forsikringsselskaper. Loven er en oppfølging av NOU 1986: 5 *Konkurransen på finansmarkedet*. Det nye var at viktige deler av lov- og forskriftsverket nå ble knyttet direkte til begrepet ”finansinstitusjon”, og ikke til de ulike typer av institusjoner. Behovet for samordning med den del av lovverket som fortsatt ville være institusjonsrettet, ble ivaretatt ved at det samtidig ble gjennomført atskillige endringer i banklovene fra 1961, blant annet slik at en rekke bestemmelser ble opphevet. Det ble også vedtatt en ny forsikringsvirksomhetslov (til avløsning av forsikringsselskapsloven fra 1911) som var tilpasset det nye regelverket for finansinstitusjoner. Det hører med til historien at en av de første oppgavene for det nye Kredittilsynet var å yte Finansdepartementet omfattende bistand ved utarbeidelsen av de lovproposisjonene som inngikk i denne tiltakspakken.

En sentral begrunnelse for denne tilnæringsmåten var at utviklingen i konkurranse- og strukturforholdene i finansnæringen hadde underminert grunnlaget for den oppdeling av virksomhetsområdene for de ulike typer av finansinstitusjoner som lå til grunn for da gjeldende institusjonsrettet lovgivning (Ot.prp nr. 41 (1986-87), kap. III). Til tross for at konsesjonssystemene i lovgivningen for de enkelte typer av institusjoner i seg selv medførte en sektorinndeling av finansmarkedet med klare virksomhetsbegrensninger for institusjonene, var konkurranseflatene mellom de ulike bransjer blitt større, særlig i kreditt- og sparemarkedet. Dessuten hadde nye konserndannelser og konkurranse mellom finansgrupper med brede tjenestespekter reelt forsterket bransjeglidningen. Ved utformingen av lovgivningen måtte det derfor legges stor vekt på hensynet til like konkurransevilkår mellom de ulike typer av institusjoner. Det var blitt påkrevd med ”mer like bestemmelser for ulike grupper av finansinstitusjoner”. Dette førte i første omgang blant annet til nye ensartede krav til finansinstitusjoners ansvarlige kapital og soliditet, og til en del fellesregler om forholdet til kundene, samt et nytt lovgrunnlag for en samlet konkurranse- og strukturpolitikk på finansområdet.

En sentral del av det felles regelverk skulle sikre at alle finansinstitusjoner hadde forsvarlig soliditet. Det ble innført et alminnelig krav om forsvarlig kapitaldekning i finansinstitusjoner, og dessuten – med utgangspunkt i EUs kapitalkrav for kredittinstitusjoner – fastsatt et felles regelverk med minstekrav til institusjonenes ansvarlige kapital til en hver tid. Soliditetshensyn førte også til generelle regler om grenser for en institusjons samlede engasjement overfor enkeltkunde og for institusjonenes eierandeler i foretak utenfor finanssektoren.

En annen likeså viktig del av det nye lovverket var begrunnet i struktur- og konkurransepolitiske hensyn. Et hovedsynspunkt i Ot.prp. nr. 41 (1986-87) var at ”uavhengige og selvstendig konkurrerende finansinstitusjoner best vil bidra til et effektivt fungerende finansmarked”. Det var derfor viktig å få gjennomført eierbegrensningsregler som både ville sikre institusjonenes uavhengighet i forhold til annet næringsliv, og motvirke krysseie innenfor finansnæringen som kunne føre til begrensning av konkurransen. Dette regelverket ble supplert med regler som skulle motvirke konkurransebegrensning via samarbeidsavtaler og overlappende styreverv mv. I forlengelsen av eierbegrensningsreglene ble det dessuten gitt enkelte regler om etablering av konsernforhold (finanskonsern) for å sikre offentlig kontroll med strukturendringer via fusjoner, oppkjøp og konserndannelser som ville forsterke en allerede betydelig konsentrasjonen innenfor finansnæringen. I sum ga disse tiltakene et felles lovgrunnlag for en samlet konkurranse- og strukturpolitikk for hele finansområdet.

3) Kort tid etter at finansinstitusjonsloven var vedtatt i 1988, ble det klart at det var behov for påbygninger – nye områder egnet seg for tilsvarende fellesregulering. I 1990 ble loven bygget ut med et nytt regelverk om omdanning av gjensidige forsikringsselskaper og kredittforeninger til aksjeselskaper. Hovedbegrunnelsen var at også disse institusjonene skulle få adgang til å benytte aksjemarkedet til å skaffe seg egenkapital til virksomheten.

Året etter – i 1991 – ble finansinstitusjonsloven bygget ut med et eget kapittel om finanskonserner. Utviklingen viste seg å skape et behov for et nytt og utførlig regelverk for å sikre betryggende organisering av og soliditet i de nye finansgrupperingene, samt forhindre at det via konserninterne transaksjoner reelt foregikk kryssubsidiering mellom de ulike virksomhetsområder innenfor konsernene. I 1991 ble det også gitt nye lovregler om krav til sikkerhet ved lån til ansatte og tillitsvalgte mv. i finansinstitusjoner.

Utredningsarbeidet knyttet til begge disse lovtiltakene ble utført i Kredittilsynet. Det langsiktige mål om utviklingen av et samlet lovverk for finansområdet som kom til uttrykk i Ot.prp. nr. 49 (1984-85) om opprettelsen av Kredittilsynet, var imidlertid ikke gått i glemmeboken. I 1990, etter en forstudie fra daværende professor Carsten Smith, ble ”Banklovkommisjonen” opprettet av Finansdepartementet for å sikre tilstrekkelig utredningskapasitet ved videreføringen av dette arbeidet. Oppdraget var generelt å gjennomgå lovgivningen på finansområdet med sikte på ”modernisering, samordning og revisjon” (NOU 1998: 14, s. 16). Se nedenfor 4.

2. Et tosporet regelverk

Etter 1988 har finansinstitusjonsloven vært en sentral lov på finansområdet. Men loven har langt fra vært enerådende. Området for det regelverk som ble felles for finansinstitusjoner var tross alt begrenset, og det var fortsatt behov for viktige deler av den institusjonsrettede lovgivning, det vil si banklovene, finansinstitusjonslovens regler for finansieringsforetak og forsikringsvirksomhetsloven. Dette gjaldt både regler om institusjonenes egne rettsforhold, og ganske særlig regler for virksomheten til de ulike typer av institusjoner. Resultatet av lovreformen i 1988 ble således i første omgang *et tosporet regelverk*. Men det langsiktige mål om et samordnet regelverk for finansinstitusjoner som kom til uttrykk da Kredittilsynet ble opprettet, var nå godt forankret også i lovverket, og etter kort tid ble altså Banklovkommissjonen opprettet. Dermed var det igangsatt et omfattende lovarbeid for å få bygget opp et – så langt som mulig – samlet lovverk for finansområdet.

Det tosporede regelverk var forankret i lovtradisjonen. Særskilte lover for de ulike typer av finansinstitusjoner inneholdt fortsatt det aller mest av de regler om etablering, konsesjon, organisering og andre institusjonelle forhold som ikke fulgte av selskapslovgivningen. Den nye finansinstitusjonsloven – med nye felles regler om institusjonenes soliditet, eierforhold, konkurranse- og strukturforhold og forholdet til kundene – ble i virkeligheten et slags felles supplement til de institusjonelle reglene i hver av disse lovene. At det var grunnlag for ytterligere samordning av institusjonsreglene, var klart nok, men ved lovreformen i 1988 var dette intet prioritert lovarbeid.

Et annet forhold var at det i viktige henseender går et klart skille mellom, på den ene side, virksomheten i banker og finansieringsforetak og, på den annen side, virksomheten i forsikringsselskaper. Selve forsikringsvirksomheten krever utvilsomt særskilt regulering, også av den grunn at forsikring omfatter kompliserte produkter, og at det er behov for et mer utførlig regelverk enn virksomhet basert på andre finansielle tjenester. Ved lovreformen i 1988 ble forsikringsselskapene likevel sett på som finansinstitusjoner fordi de øvrige deler av forsikringsselskapenes virksomhet hadde meget til felles med virksomheten i banker og finansieringsforetak. På disse områdene gjorde derfor hensynet til like rammebetingelser seg gjeldende slik at fellesreglene for finansinstitusjoner prinsipielt også burde gjelde for forsikringsselskaper. I Ot.prp. nr. 41 (1986-87), side 18, uttales det:

Men forsikringsselskapene, og særlig livsforsikring, har en bred konkurranseflate mot andre finansinstitusjoner. De yter kreditt i konkurranse med banker m.v. og de mottar sparekapital i konkurranse med andre finansinstitusjoner. De sparetilbud de fremsetter er blitt mer like med bankenes innskudd. Særlig for livsforsikring er det vanskelig å se at det kan være særlig relevant å skille mellom forsikringsvirksomhet som en primær virksomhet og finansvirksomhet som en sekundær virksomhet i forhold til de spørsmål som vurderes i denne proposisjonen. Forsikringsvirksomheten og finansvirksomheten må imidlertid – der det er naturlig – behandles atskilt.

Finansieringsvirksomhet betraktes således som et fellesområde for alle finansinstitusjonene, særlig når det gjelder kreditt- og sparemarkedet. Dette er bakgrunnen for at finansinstitusjonslovens bestemmelser i hovedsak også ble gjort gjeldende for forsikringsselskaper. En annen sak var at dette var en høyst uvant tanke for forsikringsnæringen. Denne tilnæringsmåten ble da også ett av utgangspunktene i de

diskusjoner om ulike deler av regelverket på forsikringsområdet som foregikk så å si uten avbrudd i det meste av det etterfølgende tiåret.

Konkurransesflatene mellom forsikringsselskaper og andre finansinstitusjoner har nok endret seg en god del i årene etter at finansinstitusjonsloven ble vedtatt i 1988. Kapitalforvaltningen i forsikringsselskapene er ikke lenger så sterkt knyttet til kredittmarkedet som den i sin tid var. Tyngdepunktet ligger for tiden i verdipapirmarkedet (aksje- og obligasjonsmarkedet) og eiendomsmarkedet. På den annen side har renteutviklingen redusert betydningen av langsiktig banksparing, og særlig livsforsikringsselskapene har fått en sterk stilling i markedet for langsiktig sparing, særlig pensjonssparing. Det er først i senere år at også andre finansinstitusjoner via fondssparing og pensjonssparing har søkt å få et sikrere fotfeste i sparemarkedet. Finansieringsvirksomhet som et fellesområde for alle finansinstitusjoner har således endret karakter. At konkurransen i finansmarkedet i så stor grad er blitt en konkurranse mellom de store finansgruppene, har dessuten medført at konkurransen mellom ulike typer av institusjoner til dels er blitt et internt problem i de enkelte finansgrupperinger.

Karakteristisk for det tosporede regelverk som ble resultatet av lovreformen i 1988, er således at begrepene ”finansinstitusjon”, ”finansieringsvirksomhet” og ”forsikringsvirksomhet” er blitt nye nøkkelbegreper og tilknytningspunkter for viktige deler av regelverket. Disse tre begrepene gir også de sentrale utgangspunkter for det videre arbeidet med utviklingen av et samlet lovverk for finansområdet, basert på behov for modernisering, samordning og lovteknisk opprydding (nedenfor 5).

3. Forholdet til EU/EØS-regelverk på finansområdet

EUs sekundærlovgivning på finansområdet er basert på et institusjonsrettet opplegg. Dette er i samsvar med europeisk tradisjon, og passer godt med lovgivningen i de fleste av EU-landene, også land som i senere år har skaffet seg nye tilsynsorgan felles for hele finansområdet.

Arbeidet med EUs sentrale direktiver på bank- og forsikringsområdet ble slutført i forbindelse med gjennomføringen av det indre marked i begynnelsen av 1990-årene. Samtidig ble det foretatt betydelige endringer i de tidligere ”første- og annengenerasjonsdirektiver” fra 1970-80-årene som fortsatt skulle gjelde. Regelverket for banker og livsforsikringsselskaper er imidlertid senere – uten substansendringer – konsolidert i et bankdirektiv (2000/12/EF) og et livdirektiv (2002/83EF). I tillegg har EU et antall eldre og nyere direktiver for skadeforsikringsselskaper, pensjonsinnsparinger, finansieringsselskaper mv. Antallet rettsakter på finansområdet er derfor ikke rent lite, og dette – i kombinasjon med EUs lovteknikk for øvrig – gjør at EUs lovtiltak på finansområdet fremtrer som lite oversiktlig og inneholder en god del vanskelig tilgjengelige bestemmelser og regler. Betydningen av dette skal likevel ikke overdrives. Hovedelementer og struktur i de ulike regelverkene er i det store og hele de samme.

EUs direktiver på finansområdet omfattes av EØS-avtalen. De krav til nasjonal lovgivning som stilles i direktivene, er således bindende for Norge. Dette gjelder imidlertid innhold – ikke form. Hver stat avgjør på hvilken måte et direktiv skal gjennomføres i nasjonal rett og

hvordan de nasjonale regler utformes. Men en stat må sørge for å ha regler som innholdsmessig oppfyller direktivets krav, og i tilfelle endre nasjonale regler som er i strid med noen av bestemmelsene i direktivet. Direktivene på finansområdet er imidlertid ingen fullstendig kodifisering. De dekker bare en del av de områder som nasjonal finanslovgivning tradisjonelt omfatter. EUs hovedformål – å få gjennomført et indre finansmarked i EU/EØS-området, basert på etableringsrett og markedsadgang for institusjoner fra andre medlemsland – har her vært bestemmende for avgrensningen. Direktivene inneholder i hovedsak bestemmelser som gjelder:

(1) Krav om nasjonal konsesjonsordning slik at en institusjon bare kan drive virksomhet i henhold til konsesjon fra hjemstaten. Det er fastsatt enkelte minstekrav som må være oppfylt for at konsesjon kan meddeles, blant annet om startkapital, driftsplan og organisasjon, samt egnethetskrav til ledelse, styre og aksjonærer.

(2) Krav til de deler av hjemstatens regelverk som skal sikre institusjonenes soliditet, basert på følgende hovedelementer:

- forbud mot at en institusjon driver annen virksomhet enn virksomhet omfattet av sin konsesjon og tilknyttet virksomhet, samt forbud mot å ha større eierandeler i selskaper som driver annen næringsvirksomhet
- minstekrav til institusjonenes kapitalgrunnlag, det vil si minstekrav til ansvarlige kapital i banker, og minstekrav til forsikringsmessige avsetninger og solvensmarginkapital i forsikringsselskaper,
- anvendelse av soliditetskravene på konsolidert basis
- minstekrav til hjemstatens finansielle tilsyn med institusjoner som er meddelt konsesjon

(3) Bestemmelser hvoretter en hjemlandskonsesjon gir markedsadgang i andre land innenfor EU/EØS-området, basert på etableringsrett og fri utveksling av tjenesteytelser over landegrensene, samt grenser for vertslandenes tilsyn med slik virksomhet.

Ved gjennomføringen av EUs direktiver på finansområdet i samsvar med EØS-avtalen skapte ikke EU-direktivenes institusjonsrettede opplegg særskilte problemer i forhold til det tosporede norske regelverket. Bank- og forsikringsdirektivene er i virkeligheten bygget på de samme prinsipper. De er også utformet emnemessig og systematisk stort sett på samme måte selv om det også er en del ulikheter når det gjelder enkeltbestemmelser og detaljutforming. Til tross for den institusjonsrettede form fremtrer direktivene på finansområdet – samlet sett – som *et i hovedsak felles regelverk for de sentrale finansområder, som passer godt inn i det bredere opplegg som ligger til grunn for finansinstitusjonsloven*. I virkeligheten lot direktivene på finansområdet seg gjennomføre i norsk rett ved et meget begrenset antall lovendringer (lov 123/1992).

En årsak var nok at hensynet til effektiv konkurranse på finansområdet var blitt tillagt betydelig vekt ved utformingen av den nye lovgivningen i 1988, som nå inneholdt lovgrunnlaget for en ny konkurranse- og strukturpolitikk på finansområdet. En annen årsak var at finansinstitusjonslovens alminnelige soliditetskrav og de nye minstekrav til ansvarlig kapital i finansinstitusjoner hadde EU-rettslig forbilde. Dessuten hadde norsk bank- og

forsikringslovgivning allerede godt utbygde konsesjonssystemer. Åpningen av det norske finansmarked for utenlandsk deltagelse krevde imidlertid enkelte tillegg/endringer i lovgivningen selv om svært mye kunne ordnes ved tilpasninger i konsesjonspraksis. Når det gjaldt en god del av enkelthetene i EU/EØS-regelverket, var det imidlertid behov for å få fastsatt nye regler, men dette ble håndtert ved utbygging av et forskriftsverk med hjemmel i eksisterende lovverk.

En annen årsak var at EU-direktivene på finansområdet bare dekker en del av de områder som finanslovgivningen tradisjonelt omfatter. Også i EU/EØS-sammenheng er derfor uttrykket ”et tosporet system” dekkende fordi på de øvrige områder er regelverket – både hos oss og i andre land – fortsatt rent nasjonalt og hjemlet i nasjonale lover. EUs bank- og forsikringsdirektiver inneholder således lite av krav til nasjonale regler om institusjonenes virksomhet, produkter og forhold til kunder – ut over generelle krav at virksomheten blir drevet på forsvarlig måte mv. Slik standardregler sier ikke mye, og innhold og anvendelse vil i praksis bli bestemt i nasjonale tilsynsmyndigheter, med mindre standardene konkretiseres i nasjonal lovgivning. Men prinsippene om de fire friheter er senere – i økende grad – benyttet av EUs Kommisjon og Domstol, samt ESA- og EFTA-domstolen, som grunnlag for sensur av nasjonale lovtiltak som oppfattes som uforenlig med ”the single financial market” basert på uhindret markeds konkurranse. Dette – og ikke minst kritikk fra hjemlige pressgrupper – førte blant annet til at eierbegrensningsreglene i finansinstitusjonsloven ble endret i 2003 (NOU 2002: 3 *Eierbegrensning og eierkontroll i finansinstitusjoner*) og erstattet med skjønnsbasert myndighetskontroll med erverv av eierandeler i finansinstitusjoner.

4. Banklovkommisjonens arbeid

1) Banklovkommisjonen ble opprettet i 1990. Utredningsoppdraget var todelt. For det første ble kommisjonen helt generelt gitt i oppdrag å ”gjennomgå finansinstitusjons- og kredittlovgivningen med sikte på modernisering, samordning og revisjon”. Finansdepartementet uttalte blant annet at gjeldende lovgivning forelå ”i en oppsplittet og lite oversiktlig form”, og at dette gjorde lovverket ”vanskelig å finne frem i og vanskelig å anvende”. Det forelå derfor behov for ”en lovteknisk gjennomgåelse og revisjon med sikte på samordning av lovgivningen”, og det ble særskilt påpekt at lovgivningen ”skal vurderes i forhold til de relevante EU-direktivene”. For det annet, kommisjonen skulle også utrede behovet for lovgivning om betalingsformidling og bankavtaler, og disse temaene ble dekket i de tre første utredningene fra Kommisjonen NOU 1994: 19 *Finansavtaler og finansoppdrag*, NOU 1995: 25 *Sikringsordninger og offentlig administrasjon mv.* og NOU 1996: 24 *Betalingsystemer mv.* Hovedsaken for Finansdepartementet var imidlertid å få utarbeidet et opplegg for en ny samlet finansinstitusjonslovgivning til avløsning av gjeldende institusjonsrettet lovgivning. Denne delen av oppdraget visste seg å være mer tidkrevende enn opprinnelig forutsatt, også av den grunn at kommisjonen over årene mottok en rekke prioriterte tilleggsoppdrag (se blant annet oversikten i NOU 2001: 23, s. 16–20).

Forsikringslovgivningen var i første omgang unntatt fra utredningsoppdraget. Det var nettopp vedtatt en ny lov om forsikringsvirksomhet. Men noe senere – i 1991 – presiserte Finansdepartementet at det hensiktsmessige for forsikring var at kommisjonen innarbeidet ”mest mulig av lovbestemmelser som angir felles rammebetingelser med de øvrige

finansinstitusjoner i den generelle finansloven, mens de gjenværende spesifikke forsikringslovbestemmelser blir værende i en egen supplerende forsikringslov. Dette innebærer i det alt vesentlige en lovteknisk omredigering.” (NOU 1998: 14, s. 17). Slik skulle det likevel ikke gå.

2) Utarbeidelsen av et nytt samlet lovverk for finansinstitusjoner viste seg å bli et særdeles krevende lovprosjekt. Dette var bakgrunnen for at Banklovkommisjonen ved årsskiftet 1997/98 orienterte Finansdepartementet om fremdriftsproblemer. Det hadde vist seg vanskelig å sikre nødvendig fremdrift i et lovprosjekt av dette omfang og samtidig å unngå at det utredningsarbeid som etter hvert ble utført, gradvis mistet noe av sin aktualitet som følge av den etterfølgende utviklingen på finansområdet. Ut fra effektivitetshensyn ble det derfor anbefalt et totrinnsopplegg. I første omgang burde en sikte mot slutføring av arbeidet med lovgivningen om finansinstitusjonenes institusjonelle forhold, og først deretter utrede behovene for lovregler om finansinstitusjonens virksomhet. Lovtekniske hensyn kunne ivaretas i etterkant ved en samlet redigering av en ny finansinstitusjonslov basert på lovstoffet i de to utredningene og lovgivningen om sikringsordninger og offentlig administrasjon. Finansdepartementet godtok dette opplegget.

På dette grunnlag fremla Banklovkommisjonen NOU 1998: 14 *Finansforetak mv.* med et omfattende utkast til lov om finansforetak som omfattet konsesjonssystem, foretaksform, foretakets organer og eier- og kapitalforhold, samt regler om finanskonserner. I tillegg kom regler om endringer av foretaksform (omdanning) og avvikling av finansforetak. Gjennomføringen av lovutkastet vil ha medført en vesentlig forenkling av lovverket fordi tilsvarende særskilte lovregler for banker, finansieringsforetak og forsikringsselskaper ville kunne oppheves. Av de gjeldende lover ville kun virksomhetsreglene for de ulike typer av institusjoner bli tilbake (se oversikten i NOU 1998: 14, s. 132–134). Med dette som utgangspunkt fremla Banklovkommisjonen deretter utkast til alminnelige regler om finansforetakenes virksomhet i NOU 2001: 23 *Finansforetakenes virksomhet* og NOU 2002: 14 *Finansforetakenes virksomhet II*. Disse utredningene omfattet for øvrig også forslag til regler på et antall særlige områder som var omhandlet i ulike tilleggsoppdrag fra Finansdepartementet.

Ulike deler av lovforslagene i disse utredningene ble etter hvert gjennomført ved endringslover til finansinstitusjonsloven og banklovene. Utviklingen i EUs arbeid med nye finanslovgivning, særlig revisjonen av kapital- og soliditetskravene, medførte imidlertid at viktige deler av utredningene om finansforetak og finansforetakenes virksomhet trengte til fornyet gjennomgang og vurdering fra Banklovkommisjonens side før Finansdepartementet kunne få sluttført sitt arbeid med en samlet lovproposisjon. Dessuten var arbeidet med den nye lovgivningen om finansinstitusjoner kommet i en helt ny stilling som følge av Konkurranseflateutvalgets utredning NOU 2000: 9 vedrørende norsk finansnærings internasjonale konkurransekraft. Ved oppfølgingen av denne utredningen fikk Banklovkommisjonen i 2000 nye omfattende arbeidsoppgaver, men det ble avklart at utredningene om finansforetakenes virksomhet først skulle ferdigstilles.

3) Konkurranseflateutvalget hadde fremmet forslag om ny gjennomgang av ulike deler av lovverket på finansområdet. Det ble pekt særskilt på behovet for grundig gjennomgang av reguleringen av livsforsikringsselskapenes virksomhet. I juli 2000 ba Finansdepartementet

om at Banklovkommisjonen fulgte opp disse anbefalingene, og la særlig vekt på at det ble foretatt ”en bred gjennomgang av regelverket for livsforsikring”. I føringene fra departementet ble det blant annet uttalt:

Formålet med en slik gjennomgang må være å etablere et tidsmessig, helhetlig regelverk for å sikre norske selskapers rammevilkår for å møte et større innslag av internasjonal konkurranse, og for å gi grunnlag for effektiv drift og et best mulig tilbud til kundene. ...

Det skal legges vekt på å utarbeide et regelverk for livsforsikring som gir insentiver til en effektiv drift med god lønnsomhet og soliditet, som sikrer en klar fordeling av risiko og avkastning mellom kunder og eiere, gir muligheter til å utvikle nye produkter som kundene etterspør og som ivaretar viktige kundehensyn, herunder kontoføring og flytterett.

I samråd med Finansdepartementet ble det bestemt å gi prioritet til arbeidet med kollektiv livsforsikring som sto for ca. tre firedeler av livselskapenes virksomhet. Vel et år senere fremla Banklovkommisjonen sin Utredning nr. 7, NOU 2001: 24 *Ny livsforsikringslovgivning* med utkast til alminnelige regler for livsforsikring. Lovutkastet var utformet som et offentligrettslig rammeverk som ville gi selskapene betydelig kommersiell handlefrihet, og som - ved å legge forholdene til rette for effektiv konkurranse - skulle motvirke krysssubsidiering mellom produkter og forskjellsbehandling av kunder. Det ble i det hele lagt opp til en ny arbeidsdeling mellom den offentligrettslige regulering og markedsmekanismene som innebar en holdningsendring når det gjaldt behovet for et lov- og forskriftsverk med detaljstyring fra myndighetenes side av selskapenes virksomhet (NOU 2001: 24, s. 17–19):

Effektiv konkurranse vil på kollektivområdet i praksis kunne frembringe de korrektiver i forhold til uønskede handlemåter som det på forsikringsområdet i mer enn et århundre har vært lov og forskriftsverkets oppgave å motvirke.

Dette ble begynnelsen til Banklovkommisjonens mangeårige arbeid på forsikrings- og pensjonsområdet. Etter hvert kom nye oppdrag med forholdsvis korte tidsfrister. I forlengelsen av NOU 2001: 24 *Ny livsforsikringslovgivning* ble Banklovkommisjonen i 2002 bedt om å vurdere tiltak for å sikre effektiv konkurranse i markedet for kommunale pensjonsordninger med særlig vekt på spørsmål knyttet til premieberegning og flytting. På dette tidspunkt arbeidet Kommisjonen med de alminnelige flytteregler i forsikring. En del av problemene var behandlet i Utredning nr. 9, NOU 2002: 21 *Oppsigelse m.v. av forsikringskontrakter*, men behandlingen av det mer krevende tema flytting av livsforsikringskontrakter gjensto. Resultatet ble at Banklovkommisjonen i Utredning nr. 10, NOU 2003: 11 *Konkurranse i livsforsikring* fremla utkast til ny lovgivning både om kommunale pensjonsordninger og om flytting av livsforsikrings- og pensjonskontrakter. Et hovedsynspunkt i utredningen var at ny lovgivning på disse områdene burde legge forholdene bedre til rette for konkurranse i kollektivmarkedet, blant annet ved tiltak som ville bidra til å bygge ned det tradisjonelle skillet mellom det private og det kommunale segment av markedet for kollektive pensjonsordninger. Dette synspunktet ble for øvrig fulgt opp ved Utredning nr. 11, NOU 2003: 28 *Kjønns- og aldersnøytralitet i kollektive pensjonsordninger* med utkast til lovregler som ville åpne for bruk av fellesordninger for premieberegning for å sikre kjønns- og aldersnøytralitet også i pensjonsordninger i privat sektor.

I forlengelsen av arbeidet med ny lovgivning om livsforsikring og kommunale pensjonsordninger var det naturlig for Banklovkommisjonen å ta fatt på arbeidet med ny lovgivning om pensjonskasser. Gjeldende regler for pensjonskassene som er meget viktige pensjonsinnretninger innenfor både det private og kommunale kollektivområdet, var nedfelt i en omfattende og til dels vanskelig tilgjengelig forskrift fra 1993. Behovet for ny lovgivning var klart nok. Dessuten var EU-direktivet 2003/41/EF om institusjoner for tjenstepensjonsordninger (pensjonskassedirektivet) vedtatt inkludert i EØS-avtalen, og det norske regelverket måtte tilpasse de krav til nasjonal lovgivning som direktivet inneholdt. Det trengtes også særskilte regler for pensjonsinnretninger med virksomhet basert på innskuddspensjonsordninger. I første del av Utredning nr. 11, NOU 2004: 24 la Banklovkommisjonen frem forslag om å ta inn i forsikringsvirksomhetsloven to nye kapitler med lovregler for pensjonskasser, innskuddspensjonsforetak og disse pensjonsinnretningenes virksomhet.

4) I forbindelse med behandlingen av St.meld. nr. 12 (2004-2005) *Pensjonsreform – trygghet for pensjonene* vedtok Stortinget at det skulle innføres obligatorisk tjenstepensjon i arbeidsforhold. Hovedpoenget var at alle arbeidsgivere skulle ha plikt til å opprette pensjonsordninger for å sikre sine arbeidstakere alderspensjon. Banklovkommisjonen fikk i oppdrag å utarbeide utkast til nødvendig lovgivning i samsvar med de føringer Stortinget hadde gitt. Dette var likevel litt av et nybrottsarbeid som etter kort tid ble fremlagt i Utredning nr. 13 NOU 2005: 15 *Obligatorisk tjenstepensjon*, med et lovutkast tilpasset reglene i så vel fortaks- og innskuddspensjonslovene som i lovgivningen om livsforsikringselskaper og andre pensjonsinnretninger. På grunnlag av lovutkastet ble loven vedtatt og satt i kraft 1. januar 2006.

5) Banklovkommisjonen er for tiden i ferd med å gjennomgå lovgivningsbehovet på skadeforsikringsområdet for i denne omgang å slutføre sitt arbeid med forsikringslovgivningen. Et par nye mindre utredningsoppdrag står også på programmet. Men tiden er likevel snart inne til for alvor å gå tilbake til Utredning nr. 4 om finansforetak og deretter Utredning nr. 6 og 8 om finansforetakenes virksomhet. Dette er påkrevd for å få gjennomført den sentrale del av det oppdrag Banklovkommisjonen mottok da den ble etablert i 1990. Skal denne oppgaven kunne løses, er det imidlertid nødvendig også å bygge videre på de erfaringer mer enn 15 års lovarbeid på finansområdet har gitt.

5. Veien til samlet lovgivning om finansinstitusjoner

Arbeidet med livsforsikrings- og pensjonslovgivningen har vært omfattende og tidkrevende. Men det har gitt nyttige erfaringer med hensyn til planlegging og gjennomføring av store lovprosjekter. Utredningene NOU 2001: 24 *Ny livsforsikringslovgivning* og NOU 2003: 11 *Konkurransen i kollektiv livsforsikring* (kommunale pensjonsordninger og flytting) ble alle gjennomført på forholdsvis kort tid, og deretter fulgt raskt opp av Finansdepartementet og Stortinget. Lovforslagene ble gjennomført som nye kapitler 8a til 8c i forsikringsvirksomhetsloven (lov 121/2003 og lov 80/2004) og senere innarbeidet i den nye forsikringsloven (lov 44/2005).

Banklovkommisjonens utkast til ny lovgivning om pensjonskasser og andre pensjonsforetak (NOU 2004: 24) var også utformet som et nytt kapittel i forsikringsvirksomhetsloven. Ved slutføring av arbeidet med denne utredningen kom imidlertid Kommisjonen til at de mange og omfattende endringer i forsikringsvirksomhetsloven hadde skapt et klart behov for en redaksjonell opprydding og sammenarbeidning av forsikringslovgivningen.

Banklovkommisjonens forslag på til ny lovgivning forsikringsområdet i årene 2001–2005 ville innebære en tilføyelse av i alt seks nye kapitler i loven. Kommisjonen mente forelå derfor at det forelå ”behov for en opprydding og redaksjonell bearbeidning og forenkling av loven slik at den fremstår som mer oversiktlig og mer tilgjengelig.” I NOU 2004: 24 ble det derfor også fremlagt forslag til ”Konsolidert forsikringslov”, basert på en rent lovteknisk bearbeidning av forsikringsvirksomhetsloven og de mange endringslovene.

Banklovkommisjonen fremhevet imidlertid samtidig at vedtakelsen av en ny forsikringslov

[...] ikke vil være til hinder for at det utarbeides en samlet lov for finanssektoren som også omfatter forsikringsselskaper. [...] De særlige bestemmelser for forsikringsvirksomhet vil kunne løstes inn i en samlelov dersom man ønsker dette. Dette vil også gjelde dersom en samlelov begrenses tematisk og gis en ramme omtrent som lovforslaget i [...] Utredning nr. 4 NOU 1998: 14 Finansforetak mv. [...] Nyredigeringen av forsikringslovgivningen vil være nyttig, uavhengig av fremdriften i arbeidet med en samlelov for finansforetak og deres virksomhet, og uansett hvor tematisk bredt man ønsker å legge opp en slik samlelov. NOU 2004: 24, s. 139–140).

Banklovkommisjonens oppryddingsinitiativ og utkast til ny forsikringslov som skulle erstatte forsikringsvirksomhetsloven, falt i god jord. Forsikringsloven ble vedtatt av Stortinget i juni 2005 (lov 44/2005), og ventes satt i kraft 1. juli 2006 med tilhørende overgangsregler.

Det er mye som taler for at det fremdriftsmønster som ligger til grunn for den nye forsikringsloven med fordel vil kunne benyttes i forhold til de øvrige deler av et samlet lovverk på finansområdet. Det har vist seg at både i Banklovkommisjonen, Finansdepartementet og Stortinget er kapasiteten til å håndtere de helt store lovprosjekter tross alt undergitt praktiske og tidsmessige begrensninger. Dette vil uunngåelig gå ut over fremdriften, med mindre de enkelte deler av et samlet lovverk i omfang tilpasses tilgjengelig kapasitet i alle ledd i lovprosessen. En mer planmessig oppdeling av et slikt lovprosjekt i egnede ”arbeidspakker” må antas å gi effektivitetsgevinster, og vil dessuten gjøre det lettere å tilpasse fremdriften til prioriteringer ut fra de behov for endringer og modernisering av ulike deler av lovverket som foreligger til enhver tid. Et slikt opplegg for gjennomføring av et samlet lovverk på finansområdet forutsetter imidlertid at man i en avslutningsfase foretar en samlet systematisk redaksjonell bearbeidning av lovstoffet, men dette vil i hovedsak være en rent lovteknisk operasjon.

Legger en til grunn en slik fremdriftsplan for arbeidet med et samlet lovverk på finansområdet, vil gjenstående arbeidet for det første omfatte fellesregler om finansforetakenes institusjonelle forhold og, for det annet, fellesregler om finansieringsvirksomhet. Den tredje hovedkomponent – virksomhetsregler for livsforsikring og skadeforsikring – vil kunne hentes ut av den nye forsikringsloven. En bør for øvrig også ta i betraktning at et samlet lovverk for finansområdet også kan bestå av flere lover, forutsatt at

lovene er utformet slik at de i hovedsak utgjør et hele. En tredeling knyttet til begrepene ”finansieringsforetak”, ”finansieringsvirksomhet” og ”forsikringsvirksomhet” kan også være et alternativ til en samlet lov om finansforetak og deres virksomhet. Valget av opplegg kan imidlertid utstå til utredningsarbeidets ulike deler er fullført.

Kapittel 3

MARIUS RYEL OG TRUDE MYKLEBUST

Lovutviklingen på børss- og verdipapiriområdet

Marius Ryel er juridisk direktør i Norges Bank og tidligere sjefsjurist i Kredittilsynet. Trude Myklebust er forsker og tidligere kst. avdelingsdirektør i Finansdepartementet.

1. Innledning

Etableringen av Kredittilsynet i 1986 som integrert tilsynsorgan for både bank-, forsikrings- og verdipapiriområdene, skjedde i en periode som samlet så en betydelig vekst i finansmarkedene. For eksempel ble markedsverdien av børsnoterte norske selskaper på Oslo Børs mer enn fordoblet fra 1983 til 1986 – fra ca. 35 milliarder til ca. 75 milliarder kroner. Ser man på aksjemarkedet i Kredittilsynets 20-årige levetid, har markedsverdien av de børsnoterte norske selskapene steget videre til 1292 milliarder kroner i 2005, mens aksjeomsetningen over Oslo Børs har økt fra snaut 30 milliarder i 1986 til over 1505 milliarder kroner i 2005.¹ På tilsynssiden kan det vises til at antall verdipapirforetak under tilsyn steg fra 51 ved utløpet av 1986 til 75 i 2005.² Disse tallene reflekterer imidlertid ikke veksten i kompleksitet og omfang av virksomheten i foretakene, og derved heller ikke de tilsynsmessige utfordringene.

Åttiårene må også kunne sies å representere gjennombruddsperioden for utvikling og bruk av moderne datateknologi i verdipapirmarkedet, som på andre områder innen det finansielle system. Elektronisk verdipapirregister ble etablert i Verdipapirsentralen (VPS), og Oslo Børs erstattet oppropsordningen med et elektronisk handelsstøttesystem. De fysiske aksjebrevene ble henvist til mimreplass i glass og ramme på veggen. Disse forhold hadde naturlig nok også betydelige konsekvenser for innhold og utvikling både av lovgivningen og Kredittilsynets oppgaver og utfordringer innen verdipapiriområdet.

¹ Kilde: Oslo Børs på www.oslobors.no

² Årsmelding fra Kredittilsynet for året 1986 side 38, og Årsmelding 2005 side 39

Samtidig ble det i økende grad den generelle internasjonalisering av finansnæringen og i særdeleshet effekten av EØS-avtalen fra 1994, som utgjorde de vesentligste faktorer i lovutviklingen. Kjente stikkord kan være åpning for grensekryssende virksomhet basert på hjemlandstillatelser og hjemlandskontroll, filialetableringer, fjerning av eierbegrensninger for utlendinger i norske foretak og av nasjonalitets- og bopelskrav i Norge.

I avsnittene nedenfor presenteres hovedtrekk og de viktigste reformer i lovreguleringsarbeidet innen børs- og verdipapiriområdet fra midten av 80-tallet og frem til i dag. Perspektivet er generelt, men likevel med en innfallsvinkel fra tilsyns- og myndighetssiden.

For ikke å sprengne rammen for fremstillingen, er den i all hovedsak begrenset til de såkalte formelle lover. For både markedsaktører, foretak under tilsyn og myndigheter, er dette bare en del av virkeligheten. I kjølvannet av de fleste lovreformer har det fulgt til dels omfattende forskriftsverk. Det må kunne sies generelt at Kredittilsynets arbeid og ressursbruk med den utfyllende forskriftsregulering har vært betydelig, og utgjør et vesentlig bidrag til den samlede rettsutvikling på området.

2. 1980-tallet – Markedsvekst og teknologisk utvikling

Opptakten

Fra tyvetallet etter jobbetiden og helt frem mot slutten av sekstiårene var det svært lav aktivitet i verdipapirmarkedene. På begynnelsen av 70-tallet hadde aksjemarkedet et midlertidig oppsving som følge av den begynnende oljeøkonomien, men falt tilbake igjen med oljekrisen og følgene av denne.

I begynnelsen av åttiårene førte liberaliseringen av finansmarkedene til vekst i aksjesparingen. Myndighetene gjennomførte flere stimulerende tiltak, for eksempel gunstigere beskatningsregler og økt adgang for utlendinger til å investere i norske selskaper. Følgen var at omsetningen i aksjemarkedet tok seg kraftig opp, prisene steg og markedet fikk større likviditet. Årsomsetningen i aksjer over Oslo Børs økte fra under 1 milliard på 70-tallet til tyve milliarder i 1984. En foreløpig topp kom forut for krakket i 1987, da årsomsetningen passerte 60 milliarder kroner.³ Imidlertid må omsetningsnivået på 70-tallet sies å ha vært svært lavt. Det kan illustreres ved at i de siste fem månedene i 1918 utgjorde omsetningen i skipsaksjer alene over 275 millioner kroner. Selv om dette var en sterkt spekulasjonspreget næring og periode, tilsvarer dette en årsomsetning på over 660 millioner bare i denne sektoren.⁴

Denne veksten i priser og omsetning, sammen med utviklingen av nye omsetningsformer, instrumenter og teknologi, bidro til behov for ny lovgivning på en rekke områder.

³ Se Oslo Børs' web-sider. Se også Knutsen, Sverre og Gunhild J. Ecklund, *Vern mot kriser? Norsk finanstillsyn gjennom 100 år*, Bergen: Fagbokforlaget 2000 (heretter Knutsen/Ecklund), side 259–260 mv.

⁴ Kristiania Børs 1819–1919, red. Eivind Thon, Kristiania 1919, side 28

Til tross for justeringer i de opprinnelig vedtatte lover, fremstod en vesentlig del av lovverket innen børs- og verdipapiriområdet som lite tidsmessig ved inngangen til 1980-tallet. Markedsaktørene og aktiviteten var regulert av blant annet lov om fonds- og aktiemæglere fra 1918, børsloven fra 1931 og lov om aksjeemisjoner fra 1974. Mest oppdatert var den nye loven om aksjefond fra 1981,⁵ som blant annet hadde innført selskapsrettslige regler om organiseringen og et skille mellom fondsformuen og forvaltningsselskapet. Loven hadde avløst ”midlertidig lov om visse former for fellesinvesteringer (investeringsselskaper)” fra 1970, og var basert på en utredning fra Bankinspeksjonen, som også fikk videreført sitt tilsynsansvar med aksjefond.⁶ Tilsynet med aksjefond lå altså ikke sammen med verdipapirtilsynet i Meglerkontrollen. Men Meglerkontrollen ble overført til Bankinspeksjonen fra Handelsdepartementet kort tid etter, fra 1. januar 1983.

1980-tallet ble et tiår som førte med seg mange og store endringer i rammevilkårene for finansnæringen. Omfattende lovarbeider på flere felt ble sluttført og resulterte blant annet i den nevnte aksjefondloven av 1981, verdipapirhandelloven av 1985, lov om verdipapirsentral av 1985 og børsloven av 1988, i tillegg til nye lover i 1988 om henholdsvis forsikringsvirksomhet og finansieringsvirksomhet.

Ny lov om verdipapirhandel

Allerede i 1978 hadde et lovutvalg avgitt et forslag til ny verdipapirhandellov til Handels- og skipsfartsdepartementet.⁷ Veksten i aksjeomsetningen, og avisomtale av saker om egenhandel og misbruk av innsideinformasjon mv., ledet i begynnelsen av åttiårene til etterlysning av nye lovregler.⁸ Ansvaret for verdipapiriområdet ble etter hvert overført til Finansdepartementet, og det var til slutt dette departementet som fremla odelstingsproposisjonen om verdipapirhandelloven⁹. Loven ble vedtatt 14. juni 1985 og trådte i kraft i oktober samme år.

Verdipapirhandelloven av 1985 regulerte, i likhet med den avløste loven av 1918 om fonds- og aktiemæglere, mellommannsfunksjonen. Anvendelsesområdet ble imidlertid betydelig utvidet ved at det også ble innført regler som gjaldt verdipapiriomsetningen generelt, og regler som omfattet kjøpere og selgere av verdipapirer. Eksempler på nyvinninger var innsidehandelregler, regler om meldepliktig verdipapirhandel, regler om emisjoner, om opplysningsplikt for foretak og krav til god forretningsskikk. Det ble også innført regler om såkalt aktiv forvaltningsservice, det vil si aktiv forvaltning av verdipapirer for den enkelte kundes regning. Offentlig fastsatte kurtasjesatser for meglerne ble fjernet.

Verdipapirhandelloven av 1985 inneholdt også regler om offentlig tilsyn. Frem til 1983 hadde ansvaret for kontrollen med fondsmeglerne ligget hos Meglerkontrollen. Fra 1983 ble Meglerkontrollen overført fra Handelsdepartementet til Bankinspeksjonen, for så å inngå i det samlede Kredittilsynet fra 1986. Verdipapirhandelloven av 1985 la det overordnede ansvaret for tilsynet med verdipapirhandelen og med overholdelsen av lovgivningen om verdipapirhandel til departementet. Kredittilsynet fikk ansvaret for tilsynet med

⁵ Lov om aksjefond av 12. juni 1981 nr. 52

⁶ Se blant annet Ot.prp. nr. 68 (1980-81) *Om lov om aksjefond m.v.*

⁷ NOU 1978: 42 *Verdipapirhandel*

⁸ Knutsen/Ecklund, side 261

⁹ Ot.prp. nr. 68 (1984-85)

fondsmeglerforetakene og den løpende kontroll med verdipapirhandelen, og herunder de nye innsidehandelreglene. Også mye av det samlede forvaltningsarbeidet på området ble utført av Kredittilsynet. Ved overføringen til Bankinspeksjonen i 1983 bestod Meglerkontrollen av fem medarbeidere, som også dekket arbeidet med eiendomsmegling.¹⁰ Som følge av det ansvar som verdipapirhandelloven av 1985 la til det nyoppstartede Kredittilsynet, ble det en kraftig økning i arbeidsoppgavene, både i omfang og kompleksitet. Herunder kom et omfattende forskriftsarbeid mv. Det heter i årsberetningen fra 1986 om den nye loven at:

Denne loven har en langt videre ramme enn den gamle. Den gamle loven tok primært sikte på å regulere fondsmeglerens virksomhet og bare annenhåndsomsetningen. Den nye loven spenner over forholdene på hele verdipapirmarkedet, og stiller større krav til tilsynet av verdipapirhandelen.

Det heter også at ”Det er lagt spesiell vekt på å styrke tilsynet med verdipapirmarkedet”.¹¹ Verdipapirkontrollen fikk 9 stillingshjemler, men mange stod ubesatte den første tiden.¹²

Nye rammevilkår for infrastruktur og markedsplasser for verdipapirer

Den økte omsetningen av verdipapirer hadde også skapt nye behov når det gjaldt systemene for registrering og oppgjør av foretatte handler. Den tradisjonelle måten å sørge for registrering og rettsvern, det vil si transportpåtegnning på aksjebrevet eller utstedelse av nye aksjebrev og innføring i aksjebok, klarte ikke å holde tritt med volumene i handelen. Økende omsetning av obligasjoner i annenhåndsmarkedet skapte også praktiske problemer. Omsetningsapparatet fikk problemer med å avvikle handlene og oppgjøret, og aksjeselskapene fikk problemer med å ha oversikt over eierne og rettighetshavere til aksjene.

For å bote på disse problemene ble Verdipapirsentralen (VPS) opprettet i 1985, i medhold av **verdipapirsentralloven** av samme år. Etableringen av Verdipapirsentralen innebar at de fysiske verdipapirene ble erstattet av et dokumentløst system og registrering av verdipapirer og rettigheter til disse i VPS. Fra 9. januar 1987 ble det obligatorisk å registrere ihendehaverobligasjoner og børsnoterte aksjer i VPS. Tilsynet med VPS ble lagt til Kredittilsynet, som derved fikk en helt ny type aktør å ha tilsynsansvar for. Det heter i årsmeldingen for 1986 (side 42) at ”Kredittilsynet skal føre tilsyn med VPS. VPS innebærer at hele meglerapparatet og bankvesenet er knyttet sammen via et felles EDB-system. Dette krever mye samarbeid, men gjennomføringen har gått uten større komplikasjoner.”

Allerede kort tid etter at 1985-loven trådte i kraft, førte utviklingen i markedene og nye instrumenter til behov for endringer. Med virkning fra 1989 ble det innført regler om **handel med standardiserte opsjoner** mv. over Oslo Børs. Aktørene som deltok i opsjonshandelen ble pålagt å bruke **oppgjørssentral** ved gjennomføringen av handlene. Kredittilsynet ble gitt ansvaret for å ha tilsyn med oppgjørssentraler. Ved oppstarten av opsjonshandelen ved Oslo Børs i 1990 fantes det to oppgjørssentraler, men disse fusjonerte etter ganske kort tid i 1991. I dag er det NOS Clearing ASA som har konsesjon til å drive virksomhet som oppgjørssentral i

¹⁰ Knutsen/Ecklund, side 261

¹¹ Årsmelding fra Kredittilsynets for året 1986 side 40, side 38 jf. side 9

¹² Op. cit., side 40

dette markedet. Ved lovendringer i 1991 i aksjefondsloven av 1981, ble det også åpnet for at fondene kunne gis mulighet til å plassere midler i opsjoner og terminer på verdipapirer som noteres på børs mv.¹³ (selv om ikraftsettelse og nødvendige forskrifter om dette først kom på plass i 1993). Samlet sett utgjorde dette viktige utviklingskritt med nye instrumenter, aktører og markeder under Kredittilsynets tilsyn.

I 1988 ble det vedtatt en **ny børslov** som avløste børsloven av 1931.¹⁴ Børsloven av 1931 forutsatte at det skulle kunne noteres både varer, valuta og verdipapirer. Børsloven av 1988 begrenset reguleringsomfanget til notering av verdipapirer, men ga hjemmel for at børsen kunne notere offentlige valutakurser. Ved Oslo Børs fortsatte dette frem til 1991. Loven tillot børsen – som var en selveiende institusjon – flere offentlige kontroll- og tilsynsoppgaver, blant annet håndhevelsen av regelverket om tilbudsplikt og frivillige oppkjøpstilbud. Videre skulle børsen etter loven ”medvirke i myndighetenes tilsyn med verdipapirhandelen”.¹⁵ Det ble ved 1988-loven fortsatt ikke innført institusjonelt virksomhetstilsyn med Oslo Børs fra Kredittilsynets side. Imidlertid hadde det allerede fra 1986 vært en ordning med regelmessige møter mellom Kredittilsynet og Oslo Børs. I september 1991 ble det inngått en samarbeidsavtale, som blant annet avklarte ansvarsområder og formaliserte grunnlaget for samarbeidsmøter mv., i lys av at begge institusjonene hadde tilsynsoppgaver overfor verdipapirmarkedene.

3. 1990-tallet og EØS-avtalen

Markedsutvikling og endringsbehov

Også dette tiåret bærer preg av betydelige endringer i rammebetingelser og regelverk for finansnæringene. Banklovkommissjonen, som ble etablert i 1990, skulle bli den drivende kraft og vesentligste bidragsyter i utredningsarbeidet for revisjon av lovgivningen innen bank-, finansierings- og forsikringsområdet. Lovgivningsarbeidet innen børs- og verdipapirsektoren var derimot preget av enkeltutredninger fra ulike lovutvalg og av lovendringsforslag utarbeidet av Kredittilsynet. Typisk var endringene i verdipapirfondloven – før 1993 aksjefondloven – i hovedsak utredet av Kredittilsynet. For øvrig ble regelverksarbeidet på området etter hvert meget sterkt preget av lovgivningsaktiviteten innen EU og tilslutningen til EØS-avtalen.

Regler om **tilbudsplikt og frivillige oppkjøpstilbud** ble innført i verdipapirhandelsoven (av 1985) med virkning fra april 1990.¹⁶ Grovt sagt påla disse en erverver av mer enn 45 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et børsnotert norsk aksjeselskap å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Bestemmelsene representerte et viktig skritt i utviklingen av markedsreguleringen, og gikk lengre enn et foreliggende direktivforslag fra EF-kommisjonen (som for øvrig led skipbrudd i Parlamentet mer enn 10 år senere). Regelverket ble etter loven håndhevet av Oslo Børs, slik at Kredittilsynet hadde liten befatning med dette.

¹³ Endringslov 8.11.1991 nr. 75. Se også i Kredittilsynets årsmelding for 1991, side 13

¹⁴ Lov 17. juni 1988 nr. 57, jf. NOU 1985: 33 *Lov om verdipapirbørs (børsloven)*

¹⁵ 1988-lovens § 1-5

¹⁶ Endringslov 16.6.1989 nr. 51. Jf. også i NOU 1996: 2, side 100 flg.

På grunn av utviklingen internasjonalt og erfaringer med de nye **innsidehandelsreglene**, herunder i lys av en del offentlig profilerte enkeltsaker og diskusjoner om reglernes effektivitet, ble det i 1992 og 1993 iverksatt endringer i disse.¹⁷ Selv om Norge ikke var forpliktet til det på dette tidspunktet, ble det i lovarbeidet tatt hensyn til innholdet i EU-direktivet fra 1989 om samordning av bestemmelsene om innsidehandel,¹⁸ slik at de nye reglene skulle være i samsvar med direktivets krav. Departementets forslag i proposisjonen var for øvrig dels basert på et utredningsarbeid fra Kredittilsynet allerede fra 1988, som imidlertid hadde fått gjennomgående kritisk mottagelse under en tidligere høringsrunde. Ved lovvedtaket ble innsidehandelsreglene og strafferammen skjerpet. Et omstridt forslag i proposisjonen til en regel om omvendt bevisbyrde ble ikke vedtatt. I stedet innførte Finanskomiteen, etter forslag fra Oslo Børs, bestemmelser om undersøkelses- og klareringsplikt for styremedlemmer og ledende ansatte mv. i børsnoterte foretak.¹⁹

I tillegg til endringene i innsidereglene, ble det gitt nye regler om **emisjonskontroll** (som ble håndhevet av Oslo Børs). Av Kredittilsynets årsmelding for 1991 fremkommer en formentlig uvanlig kritikk av den sistnevnte lovendringssaken:

De nye bestemmelsene er i motstrid til bestemmelsene i aksjelovens § 4-6. Kredittilsynet finner det uheldig at det ikke er foretatt endringer i aksjeloven i forbindelse med endringene i verdipapirhandelsloven. Unødvendig komplisert struktur i lovgivningen er ikke forenlig med en målsetning om klareste mulige rammebetingelser for verdipapirhandelen.

Det hører vel med til historien å påpeke at de to lovene forvaltes av ulike departementer.

EØS-avtalen og den innledende lovharmonisering

Den 1. januar 1994 trådte EØS-avtalen i kraft. EØS-avtalen medførte at Norge ble innlemmet i det indre marked, inkludert for finansielle tjenester, som EU hadde iverksatt fra 1993. Dette innebar forpliktelser både når det gjaldt å åpne for fri adgang for EØS-godkjente foretak til å yte grenseoverskridende finansielle tjenester, fri etableringsadgang for ytere av finansielle tjenester og frie kapitalbevegelser innenfor EØS-området.

Internasjonaliseringen av finansmarkedene var på dette tidspunktet ikke noe nytt fenomen i norsk lovgivning, men det er klart at Norges deltagelse i EØS-avtalen fra dette tidspunkt har hatt svært stor innflytelse på lovgivningen som gjelder for de ulike deler av finansnæringen. Kanskje særlig gjelder dette børs- og verdipapirområdet, hvor EU etter hvert ble den dominerende kraft. I tillegg til de endringene som det var nødvendig å gjennomføre før tilslutning til avtalen, har stadig nye direktiver blitt innlemmet i EØS-avtalen. Norske myndigheter og interesseorganisasjoner har deltatt og deltar både i ulike arbeidsgrupper og mer permanente komiteer i EU-systemet. Dette gjelder ikke minst for Kredittilsynet. En oversikt i Kredittilsynets årsmelding for 2005 viser at Kredittilsynet deltar i mer enn ti ulike

¹⁷ Endringslov 8.11.1991 nr. 75, satt i kraft dels fra 10.2.1992, og dels fra 1.3.1993, jf. forskrifter 10.2.1992 nr. 84 og 23.12.1992 nr. 1196, se også omtale i NOU 1996: 2, side 46 flg.

¹⁸ Rdir. 89/592

¹⁹ Ot.prp. nr. 72 (1990-91) og Innst.O. nr. 5 (1991-92), jf. også i NOU 1996: 2, side 49 og Knutsen/Ecklund, side 276–277

grupper og komiteer under EU/EØS. For året 1986 het det beskjedent at ”tilsynet har vært representert på en internasjonal konferanse for tilsyn med verdipapirhandel”.²⁰

På børs- og verdipapiriområdet kan man nok si at EU-tilpasningen fikk en ”myk start”. I Ot.prp. nr. 85 (1991-1992) Om lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning), uttaler departementet vedrørende finansområdet:

Norge har, i likhet med de øvrige EFTA-landene, enkelte overgangsordninger på dette området. Det lave antallet overgangsordninger har bl.a. sammenheng med at finanslovgivningen de senere år er modernisert og langt på vei innrettet i forhold til de regler som gjelder internasjonalt. Dette innebærer bl.a. at de foreslåtte endringene i lovreglene for finansinstitusjoner etter departementets oppfatning ikke innebærer vesentlige endringer i rammebetingelsene for norske finansinstitusjoner.

Departementet hadde vel på den annen side neppe politisk interesse i å overdrive tilpasningsbehovet overfor Stortinget, og det er vel riktig å si det ble lagt opp til en minimumstilpasning.

I EØS-avtalen slik den trådte i kraft 1. januar 1994 var det innarbeidet EU-rettsakter kunngjort før 1. august 1991. Det relevante vedlegg til avtalen viser at det på børs- og verdipapiriområdet på dette tidspunktet bare forelå 7 direktiver (pluss endringsdirektiver til disse).²¹ Disse omfattet vilkår for børsnotering, krav til prospekter ved opptak til børsnotering, opplysningsplikt for aksjeutstedende foretak (halvårsregnskap mv.), innsidehandel og kollektive investeringsfond (UCITS). EU-reguleringen på området må sies å ha vært nokså fragmentarisk, hullete og lite helhetlig. På flere punkter var den norske lovgivningen mer ”moderne og avansert” enn fellesskapsretten, for eksempel ved institusjons- og virksomhetsreguleringen i lovene om verdipapirsentral og børsvirksomhet.

På børs- og verdipapiriområdet ble denne første runden med EØS-tilpasning gjennomført ved lovvedtaket i desember 1992. Det ble stort sett bare gjort endringer for å fjerne forskjellsbehandling på grunn av nasjonalitet gjennom krav til statsborgerskap eller bopel i Norge mv. Blant annet ble det gjort endringer i utenlandske foretaks adgang til å være kontoførere i VPS. Videre ble reglene om flagging av aksjeervert tilpasset EØS-regelverket og flyttet fra aksjeloven til verdipapirhandelloven. Departementet konkluderte med at de nødvendige tilpasningene i børsregelverket og på aksjefondsområdet kunne ivaretas gjennom allerede planlagte revisjoner av henholdsvis børsforskriften og aksjefondloven. Og i medhold av fremforhandlede overgangsordninger frem til 1. januar 1995 utsatte man endringer av eierbegrensingsregler for utlendinger i blant annet norske fondsmeglerforetak (25 prosent) og administrasjonsselskap for verdipapirfond (25 prosent).²² Diskusjonene om utlendingers oppkjøp av norsk finansnæring mv. var vel ellers av de hetere ved inngåelsen av EØS-avtalen.

²⁰ Årsmelding fra Kredittilsynets for året 1986, side 5

²¹ Særskilt vedlegg 2, Bind 10 *Tjenester og kapital*, til St.prp. 100 (1991-92)

²² Se nærmere i Ot.prp. nr. 85 (1991-92) som ledet til endringslov 4. desember 1992 nr. 123 Om lov om endringer i visse lover på Finansdepartementets område (EØS-tilpasning), i kraft fra 1. januar 1994.

Senere kom man til at det var nødvendig med lovendringer for å åpne for at foretak hjemmehørende i andre EØS-stater som hadde tillatelse til å drive fondsmeglervirksomhet i hjemstaten, og var underlagt tilsyn fra sin hjemstat, også kunne drive fondsmeglervirksomhet i Norge. Disse endringene fikk virkning i løpet av 1994.²³ Prinsippet om gjensidig godkjenning ("single passport") ble med dette innført for fondsmeglerforetak. Selv om dette innebærer tilsyn fra hjemstatens tilsynsorganer, forutsatte det også et samarbeid mellom hjemlandet og vertslandets tilsynsmyndigheter. Kredittilsynet hadde på dette tidspunktet fått hjemmel i kredittilsynsloven til å føre tilsyn med utenlandske foretak i den utstrekning slike foretak driver virksomhet i Norge.

Imidlertid forelå det i allerede 1992 tunge regelverk på forslagsstadiet, som direktivene om investeringstjenester (ISD) og om investeringsforetaks og kredittinstitusjoners kapitaldekningsgrad (CAD). Disse ble senere innlemmet i EØS-avtalen ved den store "tilleggsavtalen" våren 1994, som tok med EU-rettsakter etter 31. juli 1991, og dekket herunder grunnlaget for EUs indre marked som var blitt iverksatt 1. januar 1993.²⁴ For gjennomføring av disse direktivene i norsk rett, henviste departementet til verdipapirhandellovutvalget som var blitt nedsatt 21. januar 1994, jf. nedenfor.

Sammenfatningsvis kan man si at det for resten av 1990-tallet for øvrig var beskjedent med nye direktiver fra EU. I 1997 kom direktivet om erstatningsordninger for investorer (97/9/EF Investor Compensation Schemes), som ble gjennomført ved bestemmelser i verdipapirhandelloven av 1997. Senere viste det seg at det ble behov for en æresrunde, sekundert av ESA, for å få gjennomført dette direktivet til punkt og prikke, jf. nedenfor.

Ny revisjon og EØS-tilpasning av verdipapirhandelreguleringen

I januar 1994 oppnevnte Finansdepartementet et lovutvalg til å gjennomgå verdipapirhandellovgivningen. Utvalget skulle i følge mandatet vurdere verdipapirhandelloven med sikte på modernisering, samordning og revisjon, og i lys av de relevante EF-direktivene. Utvalget ble bedt om å avgi to delutredninger, hvorav den første skulle omhandle fondsmeglerforetakenes rammebetingelser og virksomhet.

Verdipapirhandellovutvalgets første delutredning – NOU 1995: 1 *Investeringsforetak* – ble fulgt opp gjennom Ot.prp. nr. 15 (1995-96).²⁵ På dette tidspunktet var investeringstjenestedirektivet (ISD) og kapitaldekningsdirektivet (CAD) vedtatt og innlemmet i EØS-avtalen. De nye reglene ble gjennomført ved endringslov av 7. juni 1996 til verdipapirhandelloven av 1985.

Av proposisjonen fremgår det generelt at departementet la vekt på å styrke norske verdipapirforetaks konkurransedyktighet overfor utenlandske foretak, blant annet ved at det ble åpnet for større adgang til egenhandel. Ved utformingen av bestemmelsene ble det lagt vekt på å stille etiske krav og gi regler om opplysningsplikt, fremfor detaljert regulering av hvilken virksomhet foretakene kunne utøve og hvordan virksomheten skulle foregå.

²³ Ot.prp. nr. 15 (1993-94) og Ot.prp. nr. 77 (1993-94)

²⁴ Jf. St.prp. nr. 40 (1993-94) *Om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens beslutning 7/94 av 21. mars 1994 om endring av protokoll 47 og enkelte vedlegg til EØS-avtalen.*

²⁵ Jf. Innst.O. nr. 48 (1995-96) og endringslov 7. juni 1996 nr. 25

Endringene skulle innebære en modernisering og oppdatering av regelverket om handel gjennom verdipapirforetak for å tilpasse det til den teknologiske og markedsmessige utviklingen.

Det ble gjort endringer i terminologien, blant annet ved at de viktige begrepene *verdipapirforetak*, *finansielle instrumenter* og *investeringstjenester* ble innført.

I reglene om **vilkår for å yte investeringstjenester**, kom det flere endringer av betydning. Konesjon ble knyttet til verdipapirforetaket i stedet for til en personlig bevillingshaver. Det konsesjonspliktige området ble noe utvidet som følge av tilpasning til direktivets definisjon av ”investeringstjenester” (for eksempel garantistillelse ved emisjoner). Videre kom det skjerpede krav til interne rutiner for organisering og utøvelse av virksomheten, og nye krav til minste startkapital og løpende kapitaldekning.

Når det gjaldt reglene for verdipapirforetakenes virksomhet og reglene om handel gjennom verdipapirforetak, ble det blant annet åpnet for større adgang til egenhandel, adgang til å formidle dekket shortsalg, mulighet for lån av finansielle instrumenter og adgang til å yte kreditt til kjøp av finansielle instrumenter. Prinsippet om god meglerskikk ble videreført og utbygget i tråd med innholdet i ISD, til en ny bestemmelse om god forretningsskikk.

De nye reglene førte til nye oppgaver for Kredittilsynet. For det første måtte alle fondsmeglerforetak søke om ny tillatelse til å drive investeringsvirksomhet i henhold til de nye reglene. For det andre var det kommet til nye vilkår som måtte hensyntas under konsesjonsbehandlingen. I tillegg til det ovennevnte gjaldt dette blant annet nye krav til hederlig vandel og erfaring hos ledende ansatte og egnethetsvurdering av større eiere. Videre krevde de nye kapitaldekningskravene oppfølging. I tillegg fordret den nye loven flere nye forskrifter, og Kredittilsynet utarbeidet utkast til slike.

Den 19. desember 1995 avga Verdipapirhandellovutvalget sin andre delinnstilling – NOU 1996: 2 *Verdipapirhandel*. Utredningen ble fulgt opp i Ot.prp. nr. 29 (1996-97).²⁶ I denne runden var det særlig **verdipapirhandellovens adferdsregler** som ble gjennomgått. Det ble gjennomført endringer i reglene om innsidehandel, meldeplikt, flaggingsplikt, tilbudsplikt, prospektkrav, derivathandel og tilsyn. Innsidehandelforbudet ble utvidet til også å gjelde ved tegning og til å omfatte alle finansielle instrumenter (og ikke bare verdipapirer). Det ble gitt en ny bestemmelse med forbud mot markedsmanipulasjon, og en særlig hjemmel for å pålegge inndragning av gevinst (vinningsavståelse).

Dette lovarbeidet førte frem til **verdipapirhandelloven av 1997**²⁷ som trådte i kraft 1. desember 1997. Endringene som var gjennomført i 1996 om verdipapirforetakene og deres virksomhet, var inkorporert i den nye loven. Og allerede i november 1997 hadde samarbeidsavtalen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs blitt revidert for å tilpasses den nye lovgivningen mv. Samlet sett hadde man ved 1997-loven fått gjennomført en omfattende revisjon og modernisering av verdipapirhandellovgivningen – selv om det ikke skulle gå lang tid før de første endringsbehovene meldte seg.

²⁶ Jf. Innst.O. nr. 83 (1996-97)

²⁷ Lov 19. juni 1997 nr. 79

4. Mot et nytt århundre – Nye reformer og FSAP

Børslovrevisjon og privatisering

Sommeren 1997 nedsatte Finansdepartementet et utvalg for å utrede alternative modeller for organisering av børsvirksomhet. I mandatet ble det fremhevet at utvalget skulle hensynta konkurransemessige endringer som fulgte av EØS-avtalen og den teknologiske utviklingen. På dette tidspunktet var det bare en verdipapirbørs i Norge. Bergen Børs og Trondheim Børs hadde i januar 1991 blitt slått sammen med Oslo Børs, og det ble ikke lenger drevet virksomhet ved disse avdelingene. Utvalgets innstilling ble avgitt som NOU 1999: 3 *Organisering av børsvirksomhet*.

Et hovedpoeng ved børslovrevisjonen var å finne frem til en organisasjonsform for børser som var mer hensiktsmessig enn det som fulgte av børsloven av 1988, nemlig selveiende institusjon. Alternativet som ble valgt var allmennaksjeselskap, i likhet med det som allerede gjaldt i mange andre land. Dette ga fordeler på mange måter, blant annet når det gjaldt organisering, mulighet for egenkapitalfinansiering, muligheter for å isolere ulike typer virksomhet i egne datterselskaper, samt til eiermessig integrasjon med andre virksomheter.

Den nye loven ble vedtatt 17. november 2000, og etter lovens ikrafttredelse i mars 2001 ble Oslo Børs omdannet til et allmennaksjeselskap – Oslo Børs ASA. Aksjene ble solgt i markedet i mai 2001 med et nettopproveny på om lag 450 millioner kroner. Ca. 90 millioner av dette ble senere overført fra statskassen til det nyetablerte *Finansmarkedsfondet*, som etter sitt formål knyttet til fremme av et velfungerende norsk marked for finansielle instrumenter kan gi bidrag til forskning, utdanning og allmennopplysning om finansmarkedsspørsmål.

Børsloven av 2000 medførte også en del andre nyvinninger. For eksempel ble det åpnet for at man kunne drive en regulert markedsplass for verdipapirer også som *autorisert markedsplass*. For en autorisert markedsplass gjelder det noe lempeligere regler, blant annet mindre strenge krav for hvilke verdipapirer som kan opptas til notering.

Den nye børsloven innførte også institusjonstilsyn med børser, det vil si at Oslo Børs for første gang ble underlagt direkte tilsyn fra Kredittilsynet. Gamle samarbeidsordninger mv. måtte da naturlig revideres og tilpasse det nye regimet og Kredittilsynets nye ansvar.

Nye instrumenter og markeder

Handelen med varederivater hadde på dette tidspunktet vært i myndighetenes søkelys en stund med tanke på behov for regulering. Allerede i 1994 fikk verdipapirhandellovutvalget et tilleggsmandat som gikk ut på å vurdere hvorvidt opsjoner og terminer på råvarer burde reguleres med hjemmel i verdipapirhandelloven. Utvalget konkluderte med at dette var spørsmål som burde drøftes nærmere, og departementet ga sin tilslutning til dette. Et særskilt lovutvalg ble senere oppnevnt til å utrede saken, noe som resulterte i NOU 1999: 29 *Varederivater*. Ved forberedelsen av børsloven av 2000 var det flere høringsinstanser som påpekte behovet for å avklare rammevilkårene for den allerede eksisterende markedsplassen for kraftderivater i Norge og Norden, Nord Pool. Det ble gjennom børsloven av 2000 prinsipielt åpnet for at Nord Pool skulle kunne søke om konsesjon som børs eller autorisert

markeds plass, men før de lovtekniske løsningene for dette var på plass, ble det også gjort mer generelle endringer i verdipapirhandelloven om regulering av handel med varederivater.²⁸

Reguleringen av handel med varederivater i verdipapirhandelloven trådte i kraft 1. juli 2001. Varederivater ble inkludert i definisjonen av finansielle instrumenter. Men på grunn av dette markedets og aktørenes særpreg ble handelen med varederivater mindre omfattende regulert enn handel med andre finansielle instrumenter. Blant annet ble innsidehandelsreglene i utgangspunktet ikke gitt anvendelse – men derimot forbudet mot markedsmanipulasjon – og det ble ikke konsesjonsplikt for mellommannsvirksomhet utelukkende knyttet til varederivater. Markeds plasser for varederivater falt etter endringene inn under børslovens anvendelsesområde, og Nord Pool ASA søkte om og fikk i mars 2002 konsesjon til å drive børsvirksomhet for varederivater med elektrisk kraft som underliggende. Nord Pool Clearing ASA fikk tillatelse til å drive clearingvirksomhet. Nord Pools og Nord Pool Clearings konsesjoner har senere blitt utvidet til flere instrumenter, blant annet CO₂-kvoter, CO₂-kvotederivater og derivater på grønne sertifikater.

Reguleringen av varederivater innebar at Nord Pool ASA og Nord Pool Clearing ASA kom under Kredittilsynets tilsyn. Dette medførte nye oppgaver for Kredittilsynet. Det ble nødvendig å følge utviklingen i kraftmarkedet nøye, og særlig i løpet av 2003 bød historisk svært høye kraftpriser på tilsynsmessige utfordringer. Høsten 2003 inngikk Kredittilsynet en samarbeidsavtale med Konkurransetilsynet og Norges Vassdrags- og Energidirektorat om tilsyn med kraftmarkedet.

I mars 2002 fikk International Maritime Exchange ASA – Imarex – konsesjon til å drive en autorisert markeds plass for varederivater med maritime fraktkontrakter som underliggende. Imarex ble også underlagt tilsyn fra Kredittilsynet.

Ny runde med verdipapirfondene

I 2001 ble det vedtatt omfattende endringer i **verdipapirfondloven fra 1981**.²⁹ Tilsynet med aksjefond (senere verdipapirfond) var kommet inn under Kredittilsynets ansvarsområde fra starten ved at lov om aksjefond av 1981 (også i sin opprinnelige form) la tilsynet til Bankinspeksjonen. Utviklingen hadde gått i retning av økt sparing i fondsbaserte produkter; i perioden 1993–2000 steg forvaltningskapitalen i norskregistrerte verdipapirfond med ca. 109 milliarder kroner til 146 milliarder kroner³⁰. Lovendringene i 2001 bygget på et forslag utarbeidet av Kredittilsynet, og gikk i stor grad ut på å modernisere og oppdatere det rettslige rammeverket for verdipapirfond. Det norske regelverket var blitt tilpasset det opprinnelige UCITS-direktivet fra 1985 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS),³¹ med virkning fra 1994.³² Dette betydde blant annet at forvaltningsselskaper hjemmehørende i EØS-stater kunne tilby verdipapirfondsandeler i Norge. Ved 2001-endringene ble det gitt hjemmel for utlån av finansielle instrumenter og

²⁸ Ot.prp. nr. 53 (2000-2001) – (om regulering av handel med varederivater)

²⁹ Endringslov 15.6.2001 nr. 48, jf. Ot.prp. nr. 98 (2000-2001)

³⁰ Ot.prp. nr. 98 (2000-2001) – (om endringer i lov om verdipapirfond)

³¹ Rdir. 85/611/EØF som endret ved Rdir. 88/220/EØF

³² Ot.prp. nr. 15 (1993-94) og Innst.O. nr. 14 (1993-94), jf. endringslov 20. desember 1993 nr. 140

adgang til å vedtektsfeste begrensninger for tegning og innløsning av andeler i fondet. Det ble også innført økte krav til informasjon fra forvaltningsselskapet om verdipapirfondene.

I 2003 kom neste store endring av verdipapirfondloven, motivert av at UCITS-direktivet var blitt endret gjennom to endringsdirektiver³³. Det innebar blant annet endringer i reguleringen av forvaltningsselskapenes virksomhet og krav til forenklet prospekt for de enkelte fond. Det kom også endringer i reglene for verdipapirfondenes investeringer, herunder ble det åpnet for såkalt dekket shortsalg, det vil si at fondet på nærmere vilkår skal kunne selge aksjer det ikke eier. Videre ble det åpnet for at forvaltningsselskap for fond kunne tilby individuell porteføljeforvaltning og investeringsrådgivning, og det ble gitt nye regler om tilsynssamarbeid.

Privatisering av verdipapirsentralen

Den 1. januar 2003 trådte **ny lov om verdipapirregistre** i kraft.³⁴ Loven var utarbeidet på grunnlag av et forslag i NOU 2000: 10 *Lov om registrering av finansielle instrumenter*. Et hovedelement i den nye loven var at VPS' lovfestede monopol ble opphevet, og erstattet med et generelt konsesjonskrav for slik virksomhet. Eneste tillatte organisasjonsform for verdipapirregistre ble allmennaksjeselskap. VPS var en selveiende stiftelse og i likhet med det som gjaldt for Oslo Børs, forutsatte den nye loven at institusjonen skulle omdannes, og aksjene selges. Etter salget av aksjene i den omdannende VPS ble provenyet delt mellom staten og Finansmarkedsfondet, hvorav fondet ble tilført ca. 110 millioner kroner. Den nye loven videreførte Kredittilsynets tilsynsansvar med verdipapirregistre.

EUs handlingsplan for finansielle tjenester

På tampen av det forrige århundre publiserte EU-kommisjonen i mai 1999 en "Handlingsplan for finansielle tjenester" (the Financial Services Action Plan, FSAP). Planen identifiserte totalt 42 ulike tiltak på en rekke områder, som skulle fremme integrasjon mellom de europeiske finansmarkedene og et velfungerende indre marked for kapital og finansielle tjenester. Frist for gjennomføring av planen ble satt til 2005. Den ble gitt ytterligere politisk tyngde ved å bli integrert i den såkalte Lisboa-prosessen fra 2000, knyttet til målet om å gjøre EU til verdens mest konkurransedyktige og bærekraftige økonomi innen 2010. I parentes kan det bemerkes at dette generelle målet vel ble offisielt gravlagt ved halvårsevalueringen i 2005.

Brorparten av tiltakene i FSAP var rettslige reguleringer, hvorav alle så nær som ett p.t. er slutført. Dette har medført en mengde nytt regelverk, som Norge via EØS-avtalen har måttet tilpasse seg. For å effektivisere regelverksarbeidet har EU også lagt om lovgivningsprosessen på finansmarkedsområdene, i samsvar med den såkalte Lamfalussy-rapporten fra 2001. Grovt sagt er det sentrale her at direktiver og forordninger som behandles og vedtas på ordinær måte av Europaparlamentet og Rådet begrenses til hovedregler og prinsipper for reguleringen (rammedirektiver – Level 1). Denne rammereguleringen forutsetter og gir hjemler for utfyllende og mer detaljerte rettsakter som fastsettes av Kommisjonen i samarbeid med særskilte komiteer (Level 2 – såkalt komitologiprosedyre). Under dette nivået igjen finnes det

³³ De såkalte UCITS II 1 og UCITS II 2 – endringsdirektiver 2001/107/EF og 2001/108/EF

³⁴ Lov 5.7.2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven)

standarder og retningslinjer som ikke er formelt rettslig bindende, samt regler og prosedyrer for tilsyn og håndheving. Kredittilsynet har helt fra starten deltatt i Committee of European Securities Regulators, CESR, som har flere oppgaver i relasjon til både regelverksprosessene og praktisk tilsynssamarbeid.

I januar 2003 ble direktivet om *innsidehandel og markedsmissbruk* (Market Abuse Directive – MAD)³⁵ det første direktivet som ble vedtatt i samsvar med Lamfalussy-prosessen. Siden har EU i som ledd i oppfølgingen av FSAP, også vedtatt tre andre såkalte Lamfalussy-direktiver, navnlig *prospektdirektivet* i november 2003,³⁶ *verdipapirmarkedsdirektivet* (Directive on Markets in Financial Instruments – MiFID) i april 2004³⁷ og *transparensdirektivet* (om utsteders informasjonsforpliktelser mv.) i desember 2004.³⁸ I tillegg kommer *direktivet om overtagelsestilbud* fra april 2004,³⁹ som ikke har blitt supplert med utfyllende ”level 2-rettsakter”. De nye direktivene er tatt inn i EØS-avtalen og har nødvendiggjort et omfattende lovarbeid innenfor norsk børs- og verdipapirhandellovgivning, som ennå ikke er slutført.

Samlet har dette vært rene teppebombingen av omfattende og i stor grad komplisert og detaljert regelverk, som krever gjennomføring i norsk rett og oppfølging av Kredittilsynet, andre myndigheter og markedsaktørene. I tilknytning til markedsmissbruksdirektivet ble det på ”Level 2” i tillegg gitt tre Kommissjonsdirektiver og en Kommissjonsforordning. Som supplement til prospektdirektivet ble det fastsatt en Kommissjonsforordning, som med vedlegg utgjør 187 sider.⁴⁰ For MiFID foreligger det i skrivende stund utkast til både et større Kommissjonsdirektiv og en Kommissjonsforordning, og for transparensdirektivet utkast til et Kommissjonsdirektiv, samt at ytterligere rettsakter ventes. EU-reguleringen er på disse områder nå blitt helt dominerende også ned på detaljnivå, og det gjenværende spillerom for særnorsk regulering tilsvarende mindre.

Klargjøring av rettstilstanden i konkrete spørsmål er derfor i økende grad blitt avhengig av kunnskap også om EU-rettsaktene. Dels er det også tale om såkalte fullharmoniseringsdirektiver, som gir ”tvang til tro” på de områder direktivet dekker, i betydningen forbud mot strengere nasjonale krav. For de felter som reguleres av forordningene har vi endog ”ord for ord” fått identisk rettslig regulering med EU-statene.

Norsk gjennomføring av den finansielle handlingsplanen – FSAP

Foreløpig er markedsmissbruksdirektivet og prospektdirektivet gjennomført i norsk rett.⁴¹ For MADs vedkommende utarbeidet Kredittilsynet utkast til nødvendige lovendringer, og for prospektdirektivets del var utkast utarbeidet av en særskilt arbeidsgruppe nedsatt av tilsynet.

³⁵ 2003/6/EF

³⁶ 2003/71/EF

³⁷ 2004/39/EF

³⁸ 2004/109/EF

³⁹ 2004/25/EF

⁴⁰ Commission Regulation (EC) No. 809/2004 av 29. april 2004

⁴¹ Se henholdsvis Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), Innst.O. nr. 38 (2004-2005) jf. endringslov 4. mars 2005 nr. 11 og Ot.prp. nr. 69 (2004-2005), Innst.O. nr. 90 (2004-2005) jf. endringslov 10. juni 2005 nr. 42

Markedsmisbruksdirektivet medførte at reglene i verdipapirhandelloven kapittel 2 mv. ble endret med virkning fra september 2005 og gitt overskriften ”Generelle atferdsregler”. Det nye kapittel 2 viderefører forbudet mot innsidehandel, men det er gjort tilpasninger til direktivet. Varederivater ble inkludert i anvendelsesområdet for det nye kapittel 2. Dette medførte blant annet at lovens innsidehandelsregler, i motsetning til tidligere, fikk direkte anvendelse for varederivater. Det ble gitt en ny bestemmelse om forbud mot markedsmanipulasjon, nye regler om utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger og nye regler om rapporteringsplikt for meglere med flere om mistenkelige transaksjoner. Markedsmisbruksdirektivet legger stor vekt på effektiv håndhevelse og administrative sanksjoner, og Kredittilsynet fikk blant annet hjemmel til å foreta bevissikring og utvidede hjemler til å kreve opplysninger ved mistanke om visse lovbrudd.

I forbindelse med MAD-gjennomføringen ble også reglene om **sikkerhetsstillelse for verdipapirforetak** endret fra å være et system med individuell sikkerhetsstillelse til en kollektiv sikringsordning under navnet Verdipapirforetakenes sikringsfond, i kraft fra juli 2006. Disse endringene ble gjort for å oppfylle direktivet om erstatningsordninger for investorer (97/9/EF), etter at ESA hadde tatt opp med Norge at ordningen med beløpsbegrensning og individuell sikkerhetsstillelse ikke var fullt ut i overensstemmelse med direktivet.⁴² Bak lå et betydelig utrednings- og senere forskriftsarbeid fra Kredittilsynet, som også må følge opp den nye ordningen gjennom tilsyn.

Prospektdirektivet ble gjennomført ved endringer i verdipapirhandelloven kapittel 5, i kraft fra januar 2006. Siktemålet med direktivet er økt harmonisering av **regler om prospekter** innenfor EU/EØS-området, og en renydding av prinsippet om at prospekter godkjent i et EU/EØS-land kan benyttes i andre land i EØS-området uten at det stilles krav om utarbeidelse og godkjenning av nytt prospekt. Det overordnede ansvaret for kontroll og godkjenning av prospekt ble lagt til Kredittilsynet som ”prospektmyndighet”. Departementet benyttet imidlertid adgangen etter direktivet – og gjennomføringsloven – til å delegerer deler av myndigheten til en børs. Således ble den operative kontrollen av prospekter lagt til Oslo Børs, under tilsyn av Kredittilsynet, fra januar 2006.⁴³ Etter direktivet gjelder delegasjonsadgangen bare frem til utløpet av 2011, og departementet uttalte ved ikraftsettelsen at det ”tar sikte på en evaluering av denne ordningen, senest innen utgangen av 2008”.⁴⁴

På europeisk nivå har harmonisering av krav til og **offentliggjøring av regnskapsinformasjon** fra utstedere av verdipapirer, i økende grad blitt sett på som en avgjørende faktor for å skape effektive og velfungerende verdipapirmarkeder. Fra januar 2005 ble det etter lovendringer i Norge fastsatt at børsnoterte foretak hadde plikt til å anvende de internasjonale regnskapsstandardene IFRS (International Financial Reporting Standards, tidligere IAS) i konsernregnskapet.⁴⁵ Dette kom som ledd i gjennomføringen av EU-forordningen av 2002 om anvendelse av IAS.⁴⁶ Samtidig ble det vedtatt et helt nytt regime for

⁴² Jf. i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 133 flg., og forskrift 22. desember 2005 nr. 1672

⁴³ Forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen av 9.12.2005 nr. 1423

⁴⁴ Pressemelding 96/2005 av 9.12.2005 fra Finansdepartementet

⁴⁵ Endringslov 10.12.2004 nr. 81, i kraft fra 1.1.2005

⁴⁶ Forordning (EF) 1602/2002

kontroll med børsnoterte foretaks finansielle rapportering, årsregnskap mv. Dette ble lagt til Kredittilsynet, som derved fikk utvidet sitt ansvarsområde. Lovendringen innebar for øvrig oppnevning av en særskilt klagenemnd for behandling av klager over Kredittilsynets vedtak innen regnskapskontrollen.

Sommeren 2004 ble Verdipapirmarkedsløvtalget oppnevnt, med mandat til å foreslå regler for gjennomføring av MiFID, direktivet om overtakelsestilbud og transparencydirektivet. Utvalget har avgitt to delinnstillinger: NOU 2005: 17 *Om overtakelsestilbud* og NOU 2006: 3 *Om markeder for finansielle instrumenter*. Begge innstillingene har vært på høring og er for tiden til behandling i Finansdepartementet.

Når det gjelder **overtagelsestilbud** er det blant annet foreslått av utvalgets flertall å senke tilbudspliktgrensen fra erverv som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i selskapet til 1/3, og å innføre gjentatt tilbudsplikt ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i selskapet. Til tross for en rekke justeringer, viderefører forslaget vesentlige deler av det gjeldende regelverket på området. Det gjelder også at Oslo Børs – eller det aktuelle regulerte marked for de aksjer det gjelder – skal ha ansvar for håndhevelsen av reglene. Nytt er imidlertid forslaget om at loven skal åpne for at dette helt eller delvis kan tillegges Kredittilsynet. I så fall vil det bli en kvalitativt ny oppgave for Kredittilsynet.

I forbindelse med **gjennomføringen av MiFID og transparencydirektivet** har lovtalget i NOU 2006: 3 foreslått at gjeldende verdipapirhandellov og børslov oppheves, og erstattes av **ny lov om verdipapirhandel og ny lov om regulerte markeder**. Utvalget viser til at hovedformålet med MiFID er å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, samt oversiktliggjhet og å fremme investorenes tillit til markedet. Dette skal skje gjennom en større grad av harmonisering av de nasjonale regelverk for verdipapirhandel og regulerte markeder. Blant annet kommer for første gang felles EU-regulering av markedsplassinstitusjoner som børser mv.

Utvalgets utkast til nye lovregler er omfattende. Både MiFID og transparencydirektivet bygger på og videreutvikler prinsippet om hjemstatstilsyn. Dette er imidlertid et nytt prinsipp i relasjon til tilsyn med *utstederne* av finansielle instrumenter notert på regulert marked. For eksempel skal kontroll med flaggeplikten ved transaksjoner i aksjen til et dansk selskap notert på Oslo Børs, forstås av danske myndigheter og etter danske regler. Blant noen viktige trekk ved lovtalget kan nevnes at MiFID utvider området for konsesjonsplikt og regulering (i hele EØS-området) til tjenester knyttet til flere finansielle instrumenter enn tidligere, for eksempel varederivater. Det foreslås at drift av såkalte multilaterale handelsfasiliteter (MHF) blir konsesjonspliktig som en egen investeringstjeneste. Multilaterale handelsfasiliteter dekker omsetningsformer som har likhet med regulerte markeder, men de vil operere under et annet og mildere konsesjonsregime. Endelig kan nevnes at investeringsrådgivning i seg selv gjøres til konsesjonspliktig investeringstjeneste, samtidig som den nokså særnorske regelen om konsesjonsplikt for markedsføring av finansielle instrumenter foreslås fjernet. Det kommer ellers omfattende krav til investeringsforetakene om å innrapportere transaksjoner til sine hjemlandsmyndigheter, i kombinasjon med krav om ordninger for utveksling av slik innrapportert informasjon mellom alle EØS-tilsynsmyndighetene.

MiFID nødvendiggjør en viss styrking av Kredittilsynets kompetanse til å føre tilsyn med verdipapirforetak og regulerte markeder, og det er foreslått en administrativ sanksjonsbestemmelse ved brudd på verdipapirhandellovens regler om flagging og finansiell rapportering. Det er omfattende regelverk med mange utfordringer for tilsynsmyndighetene og det er behov for oppfølging også med forskriftsarbeid. Utfyllende Level 2-rettsakter fra Kommissjonen er i skrivende stund heller ikke på plass.

Transparensdirektivet har gjennomføringsfrist 20. januar 2007 mens MiFID skal være implementert i nasjonal rett fra 31. januar 2007, men først settes i kraft fra november 2007.

Ved lovendringer i juni 2006 ble grunnlaget gitt for gjennomføring av **nye kapitaldekningsregler** for banker og verdipapirforetak, som i hovedsak skal gjelde fra 1. januar 2007. Bakgrunnen er nye retningslinjer for beregning av kapitaldekning fra Baselkomiteen (Basel II) og EUs oppfølgende nye kapitaldekningsdirektiv – Capital Requirements Directive – formelt vedtatt i juni 2006.⁴⁷ For Kredittilsynet har dette vært og vil være en meget omfattende og betydningsfull sak, men da først og fremst knyttet til gjennomføringen i bankene. Men regelverket gis også anvendelse for verdipapirforetakene, gjennom nye bestemmelser i verdipapirhandelloven om beregning av kapitalkrav, vurdering av kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging mv. Minstekrav til kapitaldekning videreføres, men nytt er blant annet et eksplisitt krav til kapitaldekning for operasjonell risiko. Endringene vil ventelig øke de tilsynsmessige utfordringene også overfor verdipapirforetakene.

5. Avslutning – og et blick fremover

Det er ingen kontroversiell oppsummering å påpeke at regelverksutviklingen innen verdipapirområdet de siste 20 år – og derved også Kredittilsynets arbeid og tilsynsoppgaver – særlig har vært preget av to forhold. Det ene er den internasjonale utvikling og internasjonalisering av næringen, og i særdeleshet EØS-avtalen fra 1994. Denne har etter hvert fått en nokså dominerende betydning for det norske regelverksarbeidet på dette området. Lovgivningen har blitt betydelig preget av de grunnleggende prinsippene om fri etableringsadgang og grenseoverskridende tjenesteyting, basert på hjemlandstillatelser og -tilsyn. For det andre representerer denne 20-årsperioden et regulært kvantesprang i IT-utviklingen og dens betydning for og integrasjon i de norske og internasjonale verdipapirmarkedene. Det har gått fra fysisk påtegning og flytting av aksjebrev, meglerhandel ved fremmøte og auksjonsopprop i børssalen, til fullt ut papirløs og elektronisk handel gjennom nettmeglere og elektroniske handelssystemer osv. Det er åpenbart at dette også gjør noe med den relevante lovreguleringen.

Og hva kan vi vente oss fremover? EU-kommisjonen iverksatte høsten 2005 en evaluering av resultatene etter FSAP, og fremla i desember 2005 the White Paper on Financial Services Policy 2005–2010. I mai 2006 sluttet EUs Råd av finans- og økonomiministre (ECOFIN) seg i all hovedsak til forslagene og prinsippene i hvitboken. Et hovedelement er en kraftig reduksjon i lovgivningsaktiviteten, begrunnet i behovet for en konsolideringsperiode med økt vektlegging av arbeidet med rettidig og korrekt nasjonal gjennomføring av den store

⁴⁷ Endrer bankdirektivet 2000/12/EF og CAD 93/6/EØF

mengden rettsakter som allerede er vedtatt innen området. Nye lovgivningstiltak skal begrenses til klart dokumenterte behov og være subsidiær til markedsbaserte løsninger. Offentlige reguleringer må kunne forsvares etter omfattende ”impact assessments” og cost benefit-analyser. For Kredittilsynet er det av betydning at det også skal arbeides mot ”tilsynskonvergens” med én felles tilsynskultur, og effektivisering av tilsynsvirksomhetene for å redusere tilsynskostnader og administrative byrder for næringslivet. Dette er jo vakre tanker etter å ha velsignet både aktørene og tilsynsmyndigheter med et samlet sett særdeles omfattende, komplisert og detaljert regelverk de siste årene.

Og fullstendig fred og ro for regelutvikling blir det ikke – og derved heller ikke for lovgivningsarbeidet i Norge. Som nevnt er det på vei et Kommissjonsdirektiv og en -forordning under MiFID og (minst) et direktiv under transparencydirektivet, og forordningen under prospektdirektivet er allerede under revisjon. Flere av de nye direktivene inneholder for øvrig bestemmelser om at de skal gjennomgås og revurderes etter typisk fem år,⁴⁸ og kan derved bli endret. Bestemmelsene som hjemler de utfyllende Level 2-rettsaktene fra Kommissjonen er blitt gjort til ”solnedgangsklausuler” – det vil si at de bortfaller etter fire år hvis ikke Rådet og EU-parlamentet uttrykkelig har vedtatt at de skal videreføres.⁴⁹ Adgangen til å delegere det operative myndighetsansvaret for prospektkontrollen – som er benyttet i Norge, jf. ovenfor – har fått tidsbegrenset gyldighet frem til utløpet av 2011, og vil kunne lede til endringer i regulering og oppgaver for Kredittilsynet. Mye taler for en utvikling internasjonalt i retning av at myndighets- og kontrolloppgaver av denne art, vil bli overført fra private kommersielle aktører som børsler mv. til offentlige myndighetsorganer.

Hvitboken varsler også generelt økt oppmerksomhet mot forbrukernes forhold. Dette gjelder både i form av bedret forbruker- eller investorbeskyttelse, og ved bedret og forenklet tilgang til grenseoverskridende finansielle tjenester, som eksempelvis å åpne bankkonto eller kjøpe verdipapirfond i andre land. Og nettopp revisjon av UCITS-direktivet er et prioritert område hvor man venter konkrete forslag før utløpet av 2006. Det samme gjelder mulige lovreguleringstiltak for å bedre konkurranseforholdene mellom og tilgang til clearing- og oppgjørssystemer, verdipapirregistre og tilknyttet infrastruktur i verdipapirmarkedene – kanskje de siste hvite felter på lovgivningskartet over dette området.

I tillegg kommer de nasjonale behov og endringsinitiativer. Eksempelvis har det med frist våren 2006 vært høring av et forslag fra Kredittilsynet om helt nye regler som skal gi Kredittilsynet kompetanse til å fastsette administrative overtredelsesgebyrer ved brudd på en rekke av adferdsreglene i verdipapirhandelloven, herunder (ved mindre alvorlige overtredelser av) forbudene mot innsidehandel og markedsmanipulasjon. Med sitt innhold og omfang vil dette være temmelig nyskapende, og berører selvfølgelig den prinsipielle diskusjonen om forholdet mellom forvaltningsreaksjoner og tradisjonell straffeforfølgning.

En generell betraktning er ellers at lovendringstakten neppe vil minske. Vår første børslov ble gitt i 1818, og overlevde i anstendige 113 år. Børsloven av 1931 rådet grunnen i 57 år, mens

⁴⁸ Jf. prospektdirektivet art. 31, og direktivet om overtagelsestilbud art 20, kfr. MiFID art. 65

⁴⁹ Jf. prospektdirektivet art. 24 nr. 4, og direktivet om overtagelsestilbud art. 18 nr. 3, og MiFID art. 64 nr. 3

børsloven av 1988 ble erstattet 12 år senere av gjeldende børslov i 2000, som nå er foreslått resirkulert innen 2007.

Oppsummeringsvis er det altså grunn til å tro at lovutviklingen på børs- og verdipapirirområdet også i de kommende år i vesentlig grad vil bli drevet av arbeidet i EU. I tillegg vil nok teknologiutviklingen og nye produkter fortsette å øve press på den tradisjonelle regulering og tilsynsarbeidet. Endelig vil presseoppslag og politisk engasjement i enkeltspørsmål, som tidligere, kunne bidra til lovutviklingen. Vi har neppe sett det siste av endringer i for eksempel innsidehandelreglene – som kanskje har vært periodens *schlager* sett under ett.

Del II. Internasjonale utviklingstrekk

Kapittel 4

CHARLIE MCCREEVY

The Benefits of an Integrated European Capital Market

Charlie McCreevy is member of the European Commission in charge of Internal Market and Services and is the former Irish Minister for Finance.

Introduction

Financial markets play an important role in the efficient allocation of financial resources, thereby enabling the economy to expand and develop optimally. The financial sector has not been able to realise its full potential because of fragmentation of markets.

However, in the last seven years, financial integration has really moved forward in Europe. The challenge now is to consolidate progress and ensure that the changes to date deliver real, tangible benefits for the citizens and businesses of Europe.

Expected benefits of an integrated financial market

The overall expected benefits of an integrated financial market in Europe consist of six elements:

1. Benefits of integration for international trade and cross-border investments

Financial integration will support the development of cross-border trade, both intra-EU and international. EU markets will become more attractive for domestic capital and foreign capital inflows, attracting inward investments. Liquid financial markets may provide EU companies easier pan-European access and provide them with the home base needed to expand across the EU and overseas.

2. Benefits for competition in the internal market

Financial integration will ensure a level playing field across the different markets, as well as foster competition between services providers, to the benefits of end-users in terms of lower

prices, improved quality and increased product variety.

3. Benefits for firms in terms of investment, operating costs, products and services

Financial integration will allow financial services companies to benefit from economies of scale and scope, leading to improved and more innovative products and services at lower prices.

In addition, in the non-financial sector, small and medium sized entities can access a wider availability of more innovative and lower cost finance to aid their growth, while larger companies profit from an overall reduction in the cost of capital and a wider range of financial products.

4. Benefits for firms in terms of administrative burden

Aligning national regulatory approaches to a common EU regulatory system is challenging and may entail considerable “*ex-ante*” adjustment costs for national enforcement agencies and market participants. However, over time, successful harmonisation can considerably reduce the administrative burden for pan-EU businesses, by replacing 25 sets of diverging rules by a single set.

5. Benefits for consumers

The impact of further integration on consumers is twofold. First, there is a direct effect of increased product variety, improved quality and lower prices. There is also an indirect positive impact. Through pooling of liquidity and risks across the EU financial markets and improved efficiency of capital allocation, consumers have access to wider investment opportunities, they can benefit from improved returns over a longer period, and from reduced financing costs.

6. Overall macroeconomic impact

Given its growth potential, its share of GDP and its role in financing other sectors of the economy, the financial services sector has a direct and decisive impact on the aggregate competitiveness of modern economies.

With integration, financial stability can improve. The public sector can meet its financing needs at lower cost. Integration supports society in financing the major structural economic challenge Europe faces – namely its long run pension deficit – by introducing more efficient pan-European markets for long-term savings products.

Steps taken to improve the single market in financial services

The EU single market for financial services has been under construction since 1973. In that year, two crucial judgments were issued by the European Court of Justice opening up the financial services market in Europe. Also in that year, the first Banking Directive and first Insurance Directive were launched. Yet, even by the late 1990's, Europe's financial markets remained fragmented – 15 local markets – and segmented. With the introduction of the euro, there was a unique window of opportunity to equip the EU with a more modern financial apparatus.

In recognition of this changing financial landscape the Commission published a Communication in which five priorities for action were highlighted:

1. the EU should be equipped with a legislative apparatus capable of responding to new regulatory challenges;
2. any remaining capital market fragmentation should be eliminated, thereby reducing the cost of capital raised on EU markets;
3. users and suppliers of financial services should be able to exploit freely the commercial opportunities offered by a single financial market, while benefiting from a high level of consumer protection;
4. closer co-ordination of supervisory authorities should be encouraged; and
5. an integrated EU infrastructure should be developed to underpin retail and wholesale financial transactions.

The Financial Services Action Plan

Based on these five priorities, the Commission came forward with a programme to promote rapid progress towards a single financial market, the Financial Services Action Plan (Action Plan), in 1999. EU Heads of State and Government called for the completion of the Action Plan by 2005 and the integration of the EU securities market by the end of 2003: a demanding, but necessary, timetable.

Effective and complete delivery of all 42 original measures of the FSAP was the only way to tackle the major areas of weakness¹.

Adjoining regulatory reform and supervisory cooperation

As progress was made in delivering the measures in the Action Plan, it became clear that framework legislation alone would not deliver the desired benefits. The Commission was the first EU institution to endorse the so-called “Lamfalussy” recommendations² for regulatory reform; a judicious combination of framework legislation, adaptable implementing measures, day-to-day regulatory and supervisory co-operation and convergence, and effective implementation and enforcement. The “Lamfalussy” approach is based on intensive and

¹ Just over half of these were legislative measures, *i.e.* directives or regulations, with the remainder being mostly communications or recommendations from the Commission, which either set out planned actions in specific areas or made non-binding recommendations to Member States.

² European regulatory and supervisory process via a four-level approach: (1) framework legislation adopted in co-decision (between Council and European Parliament) at “level-1”, concentrating on the core political principles; (2) “level-2” implementing measures to fill in the details of “level-1” legislation subject to precise constraints fixed in that legislation; (3) day-to-day cooperation by national supervisors and regulators to ensure consistent implementation and enforcement; and (4) more effective enforcement of Community law. The Lamfalussy report, published on 15 February 2001, can be found on the Commission’s website:
http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm.

continuous consultation of all stakeholders, cooperation between regulatory and supervisory authorities, underpinned by binding obligations to ensure coherent enforcement throughout the EU. The new approach is up and running in all financial services areas.

State of play of the Action Plan

Currently, 41 out of 42 measures of the Action Plan have been adopted, including major pieces of legislation of real benefit to European businesses, markets, investors and consumers. This represents an unprecedented achievement in European terms. To give just a few examples:

- The two Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities (UCITS) Directives and the Pension Funds Directive, giving investment and pension fund managers much greater freedom to invest and operate on a cross-border basis;
- The Market Abuse Directive, giving investors the confidence that markets will be effectively policed against manipulation or abuse of any kind;
- The Prospectus Directive, replacing 25 sets of requirements with a single set of documents, valid across the EU;
- The Markets in Financial Instruments Directive, enabling investment firms, banks and exchanges to provide their services across borders, allowing for processing of client orders outside of regulated exchanges and governing the level of investor protection;
- The Regulation moving EU listed companies to International Accounting Standards (IAS) by 2005, cutting costs for businesses and allowing investors to compare the results of companies on a like with like basis.

Regulations were used in the areas where it was essential for the proper working of their provisions that they were applied in exactly the same way in each Member State. Directives were used in other areas so that Member States were freer to reconcile achieving a level playing field for financial services in Europe with their national conditions³.

The Action Plan and its economic benefits in terms of EU financial integration are more and more recognised as one of the pioneer, flagship areas for strengthening the EU's future growth and jobs. This was emphasised in the report from the High Level Group chaired by Wim Kok, published in November 2004:

Dynamic and highly competitive financial markets are not only desirable in themselves – they are an essential driver of growth in all other sectors of the economy and must be a cornerstone of efforts to boost the EU's economic performance.

³ Of the legislative measures in the original Action Plan, actually only two are Regulations (the Regulation on the European Company Statute and the Regulation on International Accounting Standards). The Regulation on Cross-Border Payments in euro was added later.

IAS Regulation

One measure of the Action Plan which has had an effect on all companies listed in the EU is the IAS Regulation. It has received much attention from the press, the EU institutions, Member States, companies and many other stakeholders and therefore deserves a closer look.

Comparable, transparent and reliable financial information is fundamental for an efficient and integrated capital market. Lack of comparability discourages cross-border investment because of uncertainty as regards the credibility of financial statements. EU companies should be able to raise capital throughout the EU using financial statements prepared on the basis of a single set of financial reporting requirements.

At the same time, capital-raising does not stop at the EU's frontiers: our companies may also wish to raise finance on international capital markets. So a solution was sought to both enhance comparability within the EU market and mirror developments in internationally accepted best practice.

International Accounting Standards (IAS)⁴ were seen as the most appropriate bench-mark for such a single set of financial reporting requirements. After widespread consultation and with considerable political backing – the Regulation was approved in a first reading in the European Parliament in 2002.

Whilst the IAS Regulation has been effective since 1 January 2005 for all approximately 8,000 publicly traded EU companies when preparing their consolidated financial statements, effort is still required to ensure that the benefits of having a single set of standards across the EU are obtained. To this end it is important that issues regarding consistent application, interpretation and enforcement are addressed as they come to light.

The Committee of European Securities Regulators (CESR) plays the key primary role in relation to the coordination of enforcement decisions in different jurisdictions. Some broader arrangements were also needed to complement the work by CESR. That is why the Commission has set up a temporary, informal Roundtable which will discuss issues which give cause for common concern and can recommend which issues should be referred to the International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC) of the International Accounting Standards Board.

The IAS Regulation envisaged the idea of globally accepted standards and since its adoption, this idea has developed. The US supervisor on financial markets, the Securities and Exchange Commission (SEC), issued, in April 2005, a "Roadmap" which describes the conditions which must be achieved if the reconciliation requirement to US GAAP for foreign issuers is to be dropped (*i.e.* mutual recognition of IAS/IFRS) at the earliest in 2007 and the latest 2009. The Roadmap contains two major conditions: (i) progress towards convergence of accounting standards; and (ii) consistent application and enforcement of IAS/IFRS. A decision will be made at the latest by 2009. The international and US standard setters

⁴ They are also known as "International Financial Reporting Standards" (IFRS). These standards are elaborated by the International Accounting Standards Board (IASB), an independent organisation, which is based in London.

published a Memorandum of Understanding in February 2006, detailing their joint work programme. In parallel, the EU must make a determination of the possible equivalence of US GAAP to IFRS. Discussions are currently ongoing on whether this will be postponed until 2009 to align the timetables on both sides of the Atlantic.

White Paper on Financial Services Policy 2005–2010

The foundations for an integrated financial market in the EU were laid with the Action Plan. However, further pan-European financial integration needs to be achieved if the EU is to receive substantial benefits.

The new strategy for the next few years, contained in the December 2005 “White Paper on Financial Services Policy 2005–2010”, has a strong focus on “delivering” the benefits of EU integration and on getting things done right; the focus is *not* on proposing new legislative measures.

The White Paper has four objectives:

- To consolidate an integrated, open, inclusive, competitive, and economically efficient EU financial market;
- To remove the remaining economically significant barriers so financial services can be provided and capital can circulate freely throughout the EU at the lowest possible cost – with effective levels of prudential and conduct of business regulation, resulting in high levels of financial stability, consumer benefits and consumer protection;
- To implement, enforce and evaluate continuously the existing legislation and to apply rigorously the better regulation agenda to future initiatives;
- To enhance supervisory cooperation and convergence, deepen relations with other global financial marketplaces and strengthen European influence globally.

Whilst with the Action Plan significant progress has been achieved to integrate the business-to-business or wholesale markets, financial services offered to consumers remain deeply fragmented. Here, a limited number of well-targeted new initiatives have been identified that could bring clear economic benefits to consumers, but also to the industry and markets at large.

Furthermore, considerable effort is being made on working with Member States on the timely and coherent implementation of the measures that have already been passed. This is crucial as a re-fragmentation of the European financial market or a dilution of what has already been achieved must be avoided.

To allow the financial market to function effectively, regulatory and supervisory mechanisms need to be strengthened and joined-up across Member States and the conditions to facilitate cross-border consolidation in the EU need to improve. This also implies further enhancing global cooperation in the financial field – across the Atlantic as well as the Pacific Ocean.

Conclusion

Integration of EU financial markets is the best way to stimulate competition within the European financial services industry and thereby the competitiveness of our industry in a global setting.

EU financial markets have come a long way over the last seven years in terms of integration, thanks to the measures contained in the Action Plan, the introduction of the euro and technological developments. Today, the EU is close to establishing a comprehensive framework which enshrines effective single market freedoms and common regulatory objectives in principles-based rules. The EU financial markets are open and reliable and the balance between economic freedom and investor protection is right.

However, the EU is still at a relatively early stage in unlocking the benefits of this framework. The focus of the Commission's strategy over the next few years is to concentrate on the implementation and enforcement of existing legislation; the consolidation of EU financial markets; and enhanced global cooperation. Only then we will be able to create the best financial framework in the world.

Kapittel 5

KAREL VAN HULLE¹

Aims and General Outlines of Solvency II

*Karel Van Hulle is Head of Unit for
Insurance and Pensions in the DG Internal
Market and Services in the European
Commission.*

1. Introduction

Insurance was one of the first economic sectors to be subject to control by the State. It is subject to close scrutiny by public authorities throughout the world. The State's long involvement in insurance is a consequence of the sector's economic and social importance.

A particular characteristic of insurance is that the production cycle is inverted, i.e. insurers receive a premium up-front, but are only obliged to pay-out if the risk materialises at some future date. This is the main reason why States control insurance, because it exposes policyholders and beneficiaries of insurance contracts to loss in the event that an insurance company goes bankrupt. As a consequence, State intervention has tended to focus on introducing measures that guarantee the solvency of insurance undertakings.

The present EU solvency rules go back to 1973 (non-life insurance) and 1979 (life insurance). They were last updated in 2002. The calculation of the capital requirement under Solvency I is relatively simple: a percentage of premiums and claims in non-life insurance and reinsurance and a percentage of technical provisions and of capital at risk in life insurance. The rules under Solvency I have worked well and the relatively few failures which have occurred under Solvency I were more due to management failure than to a lack of capital or technical provisions. However, a study conducted by the Committee of European Pensions and Insurance Supervisors (CEIOPS) has shown that in most cases of actual failure, the current solvency margin rules did not provide a significantly early warning that

¹ The opinions expressed in this article are only attributable to the author.

intervention was required and of forthcoming problems, presumably precluding supervisory authorities from intervening in a timely manner.²

There are therefore serious doubts whether Solvency I can remain the regulatory basis for insurance supervision in the years to come. The system is clearly outdated. It is retrospective and not prospective. It does not require management of insurance companies and insurance supervisors to look at the individual risk position of each insurer. It does not take account of a number of important risks, such as the asset/liability management risk, credit risk or market risk. Furthermore, it fails to provide insurance companies with the necessary tools to cope with increased international competition, with the emergence of new risks and with the growing pressure of capital markets. From an internal market perspective, it does not allow a real comparison between the financial position of insurance companies from different Member States, as the system fails to harmonise the most important element of an insurer's balance sheet, i.e. the technical provisions. Finally, the development of new techniques, particularly in actuarial science, allow for a more accurate analysis of risks.

Since the foundations of the current EU solvency regime were laid in the 1970's, the landscape surrounding solvency, including the insurance sector itself, financial markets, the approach to prudential regulation, techniques for risk management, actuarial methods and accounting standards have changed dramatically. The current solvency regime has been left behind and one of the most important consequences is a dislocation between regulatory capital and insurance companies' own assessment of the capital they need given the nature of their business.

Work has therefore started on the development of Solvency II, a new solvency regime that is better adapted to the present economic climate. It will be the subject of a new Commission proposal to be introduced in 2007.

Solvency II is a huge project that will deal comprehensively with insurance supervision preparing the industry for the important challenges that it will face in the future.

2. General outline of Solvency II

2.1 Objectives of Solvency II

The main objectives of Solvency II are laid down in the Framework for Consultation on Solvency II that the Commission published after consultation with Member States in the European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC).

Solvency II aims first of all at the protection of policyholders and beneficiaries. Although Solvency I also guarantees a degree of policyholder protection, it fails to provide supervisors an early warning so that they can intervene promptly if capital falls below the required level. Under the present regime, Member States can supplement the minimum standards set out in the current Insurance Directives with additional rules. Solvency II aims at a higher level of

² Answers to the European Commission on the Second Wave of Calls for Advice, October 2005

harmonisation in terms of the protection of policyholders and beneficiaries so that Member States will no longer need to introduce additional requirements. It will particularly strengthen policyholder protection through capital requirements which can provide early warning of deterioration in solvency levels.

Solvency II should also improve the competitiveness of EU insurers, both within the EU insurance market and internationally, by deepening the integration of the EU insurance market through a higher level of harmonisation of the rules applied to insurance undertakings in different Member States and through the convergence of supervisory methods, powers and tools. Solvency II will provide insurance companies freedom to choose their own risk profile, as long as they hold commensurate risk capital.

Solvency II should in addition provide for a better allocation of capital resources, without causing significant market distortions and impeding innovation in the insurance industry. The lack of risk sensitivity of the current regime and its failure to keep pace with industry and international developments in accounting, supervision and actuarial science distorts allocation of capital resources. It also impacts the investment strategies of EU insurers, which in turn has implications for EU capital markets and the wider economy.

Whilst insurers which manage their risks well should be able to benefit from lower capital requirements, appropriate attention will be paid to the important role of small insurance undertakings, which should not be unduly burdened if they effectively take on simpler risks. Nor should capital requirements be set at levels which make it difficult for the industry to take on new risks.

2.2 Structure of Solvency II

The new solvency system should provide supervisors with the appropriate tools and powers to assess the “overall solvency” of all insurance and reinsurance undertakings based on a prospective and risk-oriented approach. It will consist of quantitative elements but will also cover qualitative aspects that influence the risk-standing of the undertaking, such as the managerial capacity, internal risk control and risk monitoring processes.

Solvency II takes as its starting point the three-pillar structure inspired by Basel II, as introduced in the banking sector through the Capital Requirements Directive (CRD): quantitative requirements (Pillar 1), supervisory activities (Pillar 2) and supervisory reporting and public disclosure (Pillar 3). The three pillars should however not be looked at independently because there is a clear interaction between the three pillars.

In Pillar 1, the new solvency system contains two capital requirements: the Solvency Capital Requirement (SCR) and the Minimum Capital Requirement (MCR).

The SCR reflects a level of capital that enables an institution to absorb significant unforeseen losses. It will be set at a level that leaves less than a 1 in 200 chance that capital will prove inadequate over the next 12 months. The SCR is the risk-based capital requirement and the key solvency control level. It will be calculated on the basis of a standard formula.

Companies may however use an internal model to calculate the SCR, to the extent that such a model has been approved by the supervisory authorities. Criteria will have to be agreed for the validation of internal models. Although the responsibility for the development and use of an internal model will remain with the insurance company, supervisors will want to make sure that the model provides an accurate picture of the undertaking's risks.

The SCR may not be lower than the MCR, which reflects a level of capital below which ultimate supervisory action will be triggered. An insurance undertaking that breaches its MCR and cannot restore its capital position quickly, will be closed to new business. As the MCR represents an important trigger point, it must be objective and relatively simple to calculate.

An increased level of harmonisation for technical provisions is a cornerstone of the new solvency system. Technical provisions must be established in order for an insurance undertaking to fulfil its insurance obligations towards policyholders and beneficiaries, taking account of expenses. Harmonisation of the technical provisions should allow a better comparison between insurers. Their measurement should be based upon information provided by the financial markets and generally available data on insurance technical risks. Their amount will be the sum of a best estimate and a risk margin. An attempt will be made to align the calculation of the technical provisions with that used for financial reporting purposes (to be elaborated by the International Accounting Standards Board).

Because of the high degree of uncertainty as to their value and the time at which they materialise, the calculation of insurance liabilities has always been the subject of much debate. The current EU Directives require a prudent valuation but provide limited guidance on how this should be arrived at or the degree of protection that should result. Because insurance companies will be required to meet both technical provisions and solvency capital requirements, a key issue for the Solvency II framework will be to establish consistency between the two. Each must serve a specific and separate purpose so that there is no overlapping capital requirement.

Pillar 2 comprises a number of qualitative requirements. The starting point is that all insurance undertakings must have in place sound and effective strategies and processes to assess the risks to which they are exposed and to assess and maintain their capital needs. Those strategies and processes will be subject to review by the supervisory authorities. If, as a result of the supervisory review, the supervisor concludes that the insurance undertaking should hold more or a higher quality of capital, an add-on of capital can be imposed. If the problem identified by the supervisor is more related to inadequate risk management, the undertaking may be required to improve its management rather than to increase its capital.

The purpose of Pillar 3 is to enhance market discipline by requiring insurance undertakings to disclose publicly key information that is relevant to market participants. Supervisory reporting and disclosure requirements should be in line with those elaborated by the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) and the IASB in order to reduce the administrative burden for companies.

In the elaboration of Solvency II, account is taken of the developments at international level, particularly within the IAIS (which is in the process of developing new solvency rules and principles), the IASB (which is in the process of developing new financial reporting standards for insurance undertakings) and the International Association of Actuaries (which has elaborated a classification of risks and is developing methods to calculate the best estimate).

Although the main focus of Solvency II is on capital requirements and supervisory review at the level of the individual legal entity, issues related to insurance groups and financial conglomerates also have to be addressed. The application of internal models in a group or conglomerate context is a key issue in this regard, as well as possible diversification benefits/costs and how to allocate these.

In order to ensure consistency across financial sectors, the general layout of the solvency system will, to the extent possible, be compatible with the approach and rules used in the banking field. Products containing similar risks should, in principle, be supervised in the same way and should be subject to the same capital adequacy or solvency requirements. The new solvency system will also be constructed in a way that facilitates efficient supervision of insurance groups and financial conglomerates and avoids regulatory arbitrage between and within financial sectors.

2.3 Procedure

A bottom-up approach has been chosen for the development of Solvency II, which is fully in line with the new Lamfalussy approach adopted in the context of the EU financial services' legislation and with the better regulation agenda, which is one of the priorities of the Commission's White Paper on financial services policy in the next five years. Much attention is paid to proper and timely consultation of all relevant stakeholders with full transparency about the process and the draft texts prepared at different levels.

Solvency II will be the first insurance project, whereby the Lamfalussy approach is used. The new solvency rules will be included in a Framework Directive which will comprise the basic principles of the new system (level 1). Where necessary, further implementing powers will be given to the Commission, which will elaborate the implementing measures (level 2) with the help of CEIOPS, with close cooperation with EIOPC and full information of the European Parliament. In order to make the system work in practice, CEIOPS will prepare joint interpretation recommendations, consistent guidelines and common standards. It will also compare regulatory practice to ensure consistent implementation and application (level 3). The Commission checks Member State compliance with EU legislation and may take legal action against Member States suspected of breaching EU law (level 4).

On the basis of the Framework for Consultation developed by the Commission in close consultation with Member States, a number of questions were sent to CEIOPS. These questions followed the broad structure of the Solvency II project and were included in three consecutive Waves of Calls for Advice. All EAA insurance supervisors were thus directly involved in the design of the new solvency system. This should ultimately contribute to a better convergence of supervisory practices in the EAA countries. CEIOPS provided

elaborate answers to each of these Calls for Advice. Stakeholders were asked for their advice on each of the draft answers developed by CEIOPS.

A large number of organisations and individuals are involved in the development of the project: the Commission, Member States through their participation in EIOPC, CEIOPS, the Groupe Consultatif Actuariel Européen, the Chief Risk Officers Forum (CRO Forum), the Chief Financial Officers Forum (CFO Forum), the European insurance industry (CEA, AISAM, ACME) and the consumers (Fin-Use). The European Parliament is also showing a great deal of interest and several information sessions have already been organised for members of the Economic and Monetary Committee. The involvement of so many people upstream should ultimately make it easier to agree the new solvency rules.

Two Qualitative Impact Studies (QIS) were conducted by CEIOPS. The results of QIS 1 were published in January 2006. QIS 2 was launched on 1 May 2006. The results will be made public in October 2006. More Qualitative Impact Studies will be necessary before the final decisions can be taken.

A public hearing was organised by the Commission on 21 June 2006 examining the project from different angles: the supervisors, policyholders and other stakeholders, insurance products and markets and international developments.

3. Outlook

The Commission intends to submit the new solvency rules for adoption to Council and Parliament in July 2007. These rules will be incorporated in a proposal for a Directive which will also include a recast of the existing Insurance Directives (Life, non-Life, Reinsurance, Winding-up, Insurance Groups). The proposal will be accompanied by an Impact Assessment, which will describe the impact of Solvency II on the industry, on products and markets and on supervisors.

Following the Lamfalussy approach, the solvency rules included in the Directive will be principle based, referring to the Commission for further implementing measures to be developed after adoption of the Directive. In order to assess the impact of the proposed rules, it will be necessary to include sufficient detail in the Directive and to already have a clear idea about the contents of the implementing measures that will have to be developed afterwards. Attention will also have to be paid to ensuring, through appropriate implementation deadlines, that the new solvency system can be introduced smoothly.

Although it is too early to put a fixed date on the introduction of Solvency II, it is not unreasonable to presume that the new solvency rules will apply from 2010 onwards. However, it is fair to say that many insurance companies are already now preparing themselves for the introduction of Solvency II by improving their risk management and by developing internal risk models.

The implementation of Solvency II will have important consequences for the way in which insurance companies and supervisory authorities will operate in the future.

Requiring all firms to conduct an individual risk and capital assessment will act as a powerful tool to encourage and reward better and more comprehensive risk management practices. This in turn will lead to a much better assessment and alignment of actual capital needed by an insurance company to meet its risks. The new solvency rules will change business attitude from a compliance based culture to a risk management culture.

Supervisory authorities will have to get more knowledgeable about risk management and internal models. As a consequence, they may need to attract people with different skills and acquire new resources. Cooperation in the development of further implementing measures and in the validation of group internal models, as well as peer reviews, will contribute to improving supervisory convergence, which should ultimately also be in the interest of the insurance industry and of policyholders.

Kapittel 6

RAGNAR NORBERG

The pension crisis: its causes, possible remedies, and the role of the regulator

Ragnar Norberg is Professor and Head of the Statistics Department at the London School of Economics and Political Science (LSE).

1. Foreword

Kredittilsynet, The Financial Supervisory Authority of Norway, is celebrating its 20th anniversary amid a pension crisis of unprecedented scale both in financial and in geographical terms. Being now based in London, let me quote from articles in the Financial Times describing a (UK) pension industry in some disarray: “Stock market falls hit with-profit policies. 30% reduction of payout on policies.” “Huge clear-out in the life insurance industry.” “Only one European insurer maintains the coveted AAA rating from S&P.” “Large life insurers talk to the City regulator about waiver from statutory solvency rules.” “Pension promises are becoming increasingly unaffordable as people’s life expectancy gets ever longer.” I could have added countless quotations from news media and professional press reporting on pension deficits in occupational schemes and life offices. Insurers, regulators, and the actuarial profession alike have been blamed of being “out of touch with risk”. Three commissions appointed by the government have analysed various aspects of the pension debacle and – in more mundane terms – substantiated the criticisms. The Penrose (2004) report on the near-collapse of life assurer Equitable Life places the blame at the door of the management of the company and the regulator. The Morris (2005) review points to the irresponsiveness of the actuarial profession to advances in its scientific foundation. The Turner (2004) report identifies two major causes of the ongoing pension crisis as being an unforeseen improvement of longevity and the downturn of the financial markets.

In this festschrift entry I shall be describing the risk presented to pension schemes by uncertain economic and demographic developments, discussing possible ways of managing this risk, and presenting to Kredittilsynet my humble advice as to how the regulator could meet these challenges.

2. Diversifiable and non-diversifiable risk

A basic idea underlying life and pension insurance is that the purely random variations between the life lengths of individuals will average out in a sufficiently large insurance portfolio. Technically speaking, the risk associated with the individual life lengths is “diversified through pooling”. However, the contracts are long term, and the effective period of a typical pension policy may see substantial changes in mortality, interest rates, and administration costs. Such “environmental” factors affect all policies and, therefore, cannot be diversified by increasing the size of the portfolio: we are all onboard the same boat on our voyage through the troubled waters of the demographic-economic history, and the waves cannot be calmed by increasing the number of passengers. In order to give further substance to the discussions, I need to introduce some basic actuarial concepts.

3. Banking

Consider a person who opens a savings account with a trustee in order to secure himself economically in his retirement. Deposits will be made annually until retirement in m years, and thereafter withdrawals will be made annually until time T . Introduce

c_t , the amount deposited at time $t = 1, 2, \dots, m$,
 b_t , the amount withdrawn made at time $t = m+1, \dots, T$,
 S_t , the price of one unit of the trustee’s asset portfolio at time $t = 0, 1, 2, \dots$

The deposit of c_t at time t purchases u_t units of the asset given by $c_t = u_t S_t$, or $u_t = c_t / S_t$. Thus, at any time $t = 1, 2, \dots, m$, the balance of the account is the total units purchased times the current value of the asset,

$$V_t = S_t (u_1 + \dots + u_t) = S_t (c_1 / S_1 + \dots + c_t / S_t).$$

Likewise, at any time $t = m+1, \dots, T$, the withdrawal of b_t is financed by selling u_t units of assets given by $b_t = u_t S_t$, and the balance of the account is

$$V_t = S_t (c_1 / S_1 + \dots + c_m / S_m - b_{m+1} / S_{m+1} - \dots - b_t / S_t).$$

At the term of the contract all savings have been withdrawn and the account is settled at value $V_T = 0$, which means that

$$c_1 / S_1 + \dots + c_m / S_m = b_{m+1} / S_{m+1} + \dots + b_T / S_T. \quad (1)$$

The role of the capital gains on the investment is clearly displayed by this relationship. In year t the asset earns interest at rate

$$r_t = (S_t - S_{t-1}) / S_{t-1} = S_t / S_{t-1} - 1.$$

We can also write $S_t = S_{t-1} (1 + r_t)$. If there would be no interest, as if the money were tucked away under the mattress, then all S_t would be equal, and (1) would reduce to the trivial $c_1 + \dots + c_m = b_{m+1} + \dots + b_T$; one can withdraw exactly what one invested. If interest is

positive, one can withdraw more. Loosely speaking, the higher the interest rates (the “steeper” the sequence S_t), the larger the total amount of withdrawals for a given investment. If the asset portfolio consists of bonds, then the interest rates are positive. If the asset portfolio consists of stocks, then the interest rates may be positive or negative, the attraction of this asset class being that high interest (above that of typical bonds) is deemed more likely than low or negative interest.

In practice the future asset prices are unknown, of course, and the customer faces the problem of designing the deposits and the withdrawals in a manner that will give sustainable income over the entire retirement period. Moreover, since T should ideally be his remaining life length, he faces the quite impossible task of predicting this date. Therefore, he should rather do business with a life insurance company that can offer him a pension policy, which is a special form of savings contract that takes survival prospects explicitly into account. I proceed to describe how this is done.

4. Mortality

A life office typically serves tens, maybe hundreds, of thousands of customers, sufficiently many to ensure that survival rates are stable as mentioned in Paragraph 1. On the basis of statistical investigations the actuary constructs a so-called *decrement series*, which takes as its starting point a large number ℓ_0 of new-born and, for each age $x = 1, 2, \dots$ specifies the number of survivors, ℓ_x . Table 1 shows an excerpt of the table used by Danish insurers since 1982 to describe the mortality of insured males. The second column in the table lists some entries in the decrement series. It shows e.g. that about 65% of all new-born will celebrate their 70th anniversary. The number of survivors ℓ_x decreases with the age x . The difference $d_x = \ell_x - \ell_{x+1}$ is the number of deaths at age x . These numbers are shown in the third column of the table. The number of deaths peaks somewhere around age 80, but this does not mean that 80 is the “most dangerous age”; The actuary measures the mortality at any age x by the *one-year mortality rate* $q_x = d_x / \ell_x$, which is the proportion of those who survive to age x that will die within one year. This rate, shown in the fourth column of the table, increases with the age.

Table 1. The Danish G82 mortality table

x	ℓ_x	d_x	q_x
0	100 000	58	0.000579
25	98 083	119	0.001206
50	91 119	617	0.006774
60	82 339	1 275	0.015484
70	65 024	2 345	0.036069
80	37 167	3 111	0.083711
90	9 783	1 845	0.188617
100	401	158	0.394000

5. Pensions

The pension contract offered by typical life offices differs from the savings contract described in Paragraph 3 in several respects. The terminology is different in that the deposits c_j are called *contributions* or premiums, and the withdrawals b_j are called *benefits*. More importantly, the terms and conditions exhibit the following characteristic features:

- (i) The payments are contingent on survival so that no payments are made after the death of the policyholder.
- (ii) The term T and the payments c_t and b_t are set out in the contract. Typically, a pension policy is whole life.
- (iii) Accountancy is made, not on an individual basis, but for the portfolio as a whole, using the financial model in Paragraph 3 in combination with the actuarial model in Paragraph 4.

More precisely, for a policyholder aged x at the inception of the policy, $x + T$ is the highest attainable age ($\ell_{x+T+1} = 0$). The actuarial calculation is based on the idealized assumption that a large number ℓ_x of policyholders of the same age purchase identical policies at time 0 and thereafter survive/die in exact accordance with the decrement series. Thus, with ℓ_{x+t} survivors at any time $t = 1, 2, \dots, T$, the total contributions at time $t (= 1, \dots, m)$ are $c_t \ell_{x+t}$, and the total benefits at time $t (= m+1, \dots, T)$ are $b_t \ell_{x+t}$. Similar to the balance equation (1), one obtains

$$c_1 \ell_{x+1}/S_1 + \dots + c_m \ell_{x+m}/S_m = b_{m+1} \ell_{x+m+1}/S_{m+1} + \dots + b_T \ell_{x+T}/S_T . \quad (2)$$

The relationship (2) represents the basic paradigm of life insurance, called *the principle of equivalence*. It is laid down in the insurance legislation and enforced through supervision. The rationale of the equivalence principle is that the gains and the losses on individual contracts should average out to zero in a large portfolio, making insurance a “fair game” from the point of view of the insured. The relationship (2) is also significant from a solvency point of view: If the expression on the left is no less than the expression on the right, then the contributions cover the benefits, leaving the company solvent. Equivalence is the benchmark case where the company makes neither profit nor loss.

By comparison with (1), and recalling the discussion following that relationship, it is seen that mortality virtually serves to increase the interest earned on the investments. Indeed, the decrement function ℓ_{x+t} is decreasing with t so that, ceteris paribus, the withdrawals that can be made under the budget constraint (2) outperform those that can be made under the budget constraint (1). This effect, known as *mortality bequest*, is due to Item (i) above, which means that the survivors in the scheme will inherit the savings of those who die. Obviously, the steeper the decrement function, the stronger the impact of the mortality bequest.

6. Numerical illustrations

To gain some insight into the roles of interest and mortality and to assess the risk associated with them, let us proceed to some numerical examples.

Focusing first on interest, let us revisit the budget relationship (1) and assume for the moment that the future asset prices S_t are known upon inception of the contract at time 0. Then it is possible to design the contract with a fixed term T and level deposits $c_t = c$ and level withdrawals $b_t = b$. The annual deposit needed per annual amount withdrawn is

$$c/b = (1/S_{m+1} + \dots + 1/S_T) / (1/S_1 + \dots + 1/S_m). \quad (3)$$

For the sake of simplicity, suppose the asset is a money account that accrues interest at a fixed rate r per year, so that $S_t = S_{t-1}(1+r) = S_0(1+r)^t$. Take $m = 35$ and $T = 70$ (equal amounts saved over 35 years and thereafter equal amounts withdrawn over 35 years). We have already mentioned the benchmark case with no interest, which gives $c/b = (T - m)/m = 1$, of course. Simple calculations yield $c/b = 0.2538$ if $r = 0.04$ (4% interest per year), and $c/b = 0.0677$ if $r = 0.08$ (8% interest per year).

Next we focus on mortality. For the sake of comparison with the savings contract above, we retain its basic features and consider a pensions contract with level contributions and benefits. Analogous to (3), we find that the ratio of annual contribution to annual benefit is

$$c/b = (\ell_{x+1}/S_1 + \dots + \ell_{x+m}/S_m) / (\ell_{x+m+1}/S_{m+1} + \dots + \ell_{x+T}/S_T). \quad (4)$$

Taking $m = 35$, $T = 70$, $x = 30$, and using the decrement function in Table 1 (mean life length 73) in conjunction with 4% interest per year, we find that $c/b = 0.1149$. This should be compared with 0.2538 for the savings contract, the difference being due to mortality bequest. With mortality rates equal to the half of those in Table 1 (mean life length 81), one finds $c/b = 0.1592$.

7. Interest risk and mortality risk

The numerical results in the previous paragraph demonstrate that the performance of a pension business is highly sensitive to changes in the economic and demographic environment and that even moderate downturns of interest or improvements of longevity can produce devastating losses. The past decade has seen adverse economic and demographic developments of dramatic proportions, way beyond what the pension industry and the regulators had anticipated. After a bullish run in the late 90s, the capital markets faltered in the wake of a combination of untoward events, notably the burst of the “dot-com bubble”, a series of corporate scandals, and the September 11 atrocities. Stock indices plummeted by 50% in a matter of just three years, which amounts to about 17% negative interest per year for this asset class. The combined effects of changes in life-style, improved health services, and advances in the medical science have brought about a great improvement of longevity prospects across industrialized countries. In a matter of only ten years, mortality rates for British males in the older ages were halved. (Saying that improved longevity is an adverse event sounds like bad taste, but I am in good company; any good pension insurance company talks this way.) Now, the capital markets are recovering again, with stocks up some 50% since their record low in 2003. And, as for longevity, it might well happen that the pension industry could be bailed out by some of the scourges of mankind – pandemics, catastrophes, wars, and poverty. The point is, however, that we don’t know what will happen. All we know

is that under the planning horizon of a typical pension business, which extends over decades, the possible scenarios are countless, and some of them are extreme. Therefore, pension products and pension schemes must be designed in a manner that ensures solvency under some conceived worst-case scenario and at the same time is feasible under any possible scenario. What caused the pension crisis was that the pension industry, notably companies operating in a competitive market, assumed liabilities that could not be met under unfavourable conditions. An episode in 1985 comes to my recollection. The Norwegian Council of Insurance Supervision, the predecessor of Kredittilsynet, was considering an application for licensing of a technical basis with annual interest rates starting at 8% and thereafter descending to 4.5% over some ten years. The chairman, Gudmund Harlem, a prominent and experienced politician, exclaimed: “Those people must be ignorant of contemporary economical history. Today’s interest rates at 10% and above are unsustainable in the long perspective. Only three decades ago they were 2%, and that could happen again.” It has happened already. I shall now proceed to discuss how risk in pensions can be managed through the design of the policies.

8. Risk management

Recall the equivalence requirement (2), which could be also called the solvency condition. The problem is that, at time 0 when the policy is issued, the future indices S_t and ℓ_{x+t} are unknown and many highly different courses of events are possible. Therefore, in order to attain balance under any possible scenario, the payments c_t and b_t must somehow be allowed to depend on the indices. The design of the payments should aim to ultimately fulfil the solvency requirement, due regard being had to the purpose of the product, the interests of the customers, and the social welfare aspect of this line of insurance. How to achieve this is a prevailing conundrum in actuarial science. We shall describe some possible resolutions.

9. With profit insurance

This scheme, also called *participating policy*, is the traditional approach. The contract specifies contributions c_t^* , $t = 1, \dots, m$, and benefits b_t^* , $t = m+1, \dots, T$, at face value (£, \$, €, NOK, ...). These contractual payments are binding to both parties throughout the term of the contract, and the insurer cannot counter adverse developments of interest or mortality by raising premiums or reducing benefits. Therefore, the contractual premiums are set on the safe side, sufficiently high to cover the contractual benefits under (ideally) any scenario. The way this is usually done is to enforce equivalence with the unknown indices S_t and ℓ_{x+t} appearing in (2) replaced by so-called “technical” indices S_t^* and ℓ_{x+t}^* that are prudently chosen and ideally should represent a worst case scenario. Subsequently, as time passes and the true indices surface, the insurer will see systematic surpluses emerging from the prudent technical assumptions. These surpluses belong to the insured and are to be repaid in the form of *dividends* or *bonuses*. Denoting the dividend payment in year t by d_t , the contributions and benefits seen by the policyholder are

$$c_t = c_t^* - d_t, \quad t = 1, \dots, m, \quad \text{and} \quad b_t = b_t^* + d_t, \quad t = m+1, \dots, T.$$

Dividends should be allotted in such a manner that, at the end of the day, the equivalence principle (2) is satisfied under the experienced interest and mortality conditions. While this ultimate balance is a statutory requirement, the timing of the bonus payments is to the insurer's discretion. Restraint must be exercised in order not to jeopardize solvency, and bonuses should therefore be paid later rather than sooner, but still in a manner that conforms with the purpose of the product. For the pension policy it would make sense to postpone bonus payments until the time of retirement, and let them come as added benefits in – to the extent possible – even annual amounts. There exist more sophisticated schemes for redistribution of surpluses, a popular one being to use the surpluses as premiums for purchase of additional benefits as stipulated in the contract. An actuarial account of these methods is given in Norberg (2001).

The with profit concept has been blamed for the pension crisis. Unjustly of course: if you get a ticket for speeding, you don't put the blame on your Mercedes. The with profit vehicle was good enough, but it wasn't conducted with sufficient prudence. The truth of the matter is that, in attempts to attract customers, insurers wanted their products to appear cheap. Level-headed actuarial judgement had to give way for salesman thinking: premiums were set too low, and bonuses were promised prematurely.

10. Index-linked insurance

This concept, also known as *unit-linked insurance* or *variable life insurance*, is relatively new. It was introduced only in the 70s, but quickly occupied a considerable share of the market. As the name suggests, the index-linked policy stipulates premiums and benefits that are linked to the indices S_t and ℓ_{x+t} . In its clear-cut form it specifies that

$$c_t = \underline{c}_t S_t / \ell_{x+t}, \quad t = 1, 2, \dots, m, \quad \text{and} \quad (5)$$

$$b_t = \underline{b}_t S_t / \ell_{x+t}, \quad t = m+1, \dots, T, \quad (6)$$

where the \underline{c}_t and the \underline{b}_t are certain "baseline" payments chosen at time 0. Upon inserting the expressions in (5) into the balance constraint (2), the latter reduces to

$$\underline{c}_1 + \dots + \underline{c}_m = \underline{b}_{m+1} + \dots + \underline{b}_T.$$

And – mumbo jumbo – the problematic indices have disappeared from the equivalence equation, which can now be satisfied by suitable specification of the baseline payments at the outset. The crux of the matter is that the entire interest risk and mortality risk is placed on the shoulders of the insured, who will have to live – and die – with the money that the markets and the living conditions will allow. The company will remain solvent no matter what happens.

Index-linked products in the clear-cut form described here do not exist in practice. In fact, linking to the decrement function has not yet been seen anywhere but in the present article. Linking to the asset index is usually made for the benefits only. Moreover, existing index-linked products are invariably equipped with some guarantee that the benefits will not fall short of a certain level. Thus, one would replace S_t in (6) with $\max(S_t, g)$, the maximum of

S_t and a prescribed guaranteed “floor” g . Such modifications to the perfect linking re-introduce risk on the part of the company, and it therefore appears that the solvency problem remains partly unsolved. However, if S_t is the price of a liquid asset, then the amount $\max(S_t, g)$ is nothing else than a so-called financial derivative that can be traded in financial markets. Thus it appears that, in order to restore solvency, all the insurer needs to do is to buy this derivative at its current market value and charge the customer with the expense as an additional premium. This device – and its limitations – will be discussed more extensively in Paragraph 11.

Perfect linking of the benefits to the asset price seems reasonable to the extent that the latter mimics the price index for consumers’ goods – this is precisely what is done or intended for state pensions. If, however, the asset is a (composite of) stock, then one may be concerned that the benefits might fall short of what is needed to sustain the customer’s purchasing power, and there would be a need for a guarantee. Actually, the thinking that originally led to the advent of index-linking was not about equivalence and solvency, but rather about allowing the customers to prosper from investing in exciting stocks instead of the usual dull bonds. The same sort of thinking that led to the liberalised investment regulations for insurers in the 80s, the heyday of the notorious “deregulation”. Stock markets were faring well in those days, and the lesson of 1929 and the following depression had long been forgotten or repressed by most people (not Harlem, though). Mark Twain, always confounded by financial and business affairs, summarized a rather different experience from 1881: “October: This is one of the peculiarly dangerous months to speculate in stocks in. The other are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August, and February.” The same could have been said one hundred twenty years later. And now stocks – and the confidence in them – are up again. The total historical experience is that stocks are volatile, hence the guarantee. A modern actuarial/financial analysis of such guarantees is found in Moeller (1998).

11. In the market we trust (?)

The past few decades have witnessed an amazing expansion and change in the workings of the financial markets, the most eye-catching development being financial innovation that has resulted in a plethora of so-called *derivative securities* or just *derivatives*. As the name indicates, a derivative security is a financial contract that is derived from some more basic economic index and that is itself a tradable security. Derivatives are now available on an extensive range of indices – equity prices, interest rates, currency exchange rates, commodity prices, energy prices, and many more. Today the derivatives market is the largest capital market in the world. Common forms of derivatives are *options*, *forwards*, and *futures*, which are various forms of guarantees on future asset prices, and *swaps*, which serve to exchange profits and losses between owners of distinct assets. Their common purpose is to facilitate trade and to eliminate risk. We should rather say *spread* risk because risk cannot be exorcised by magic formulas written on pieces of paper. Indeed, financial instruments designed to reduce risk also open opportunities of excessive risk-taking, spectacular examples being the 1995 bankruptcy of Barings Bank, which lost \$1.4bn in speculation on future contracts, and the 1998 near-collapse of Long Term Capital Management, which mistakenly gambled on a convergence of interest rates. These and a number of other corporate failures have earned the

derivatives a mixed reputation. Used cleverly, however, derivatives are powerful tools for risk management in virtually any line of business.

In parallel with the rapid transformation of financial practices there have been great advances in the financial mathematics, which now presents coherent theories for pricing of derivatives. The basic principle goes as follows: If the market is sufficiently rich in liquid assets, then a given future financial claim can be perfectly *hedged* (duplicated) by an investment portfolio that is *self-financing*, which means that the portfolio is initiated with an single investment and thereafter dynamically rebalanced with no further infusion or withdrawal of capital – every purchase of assets is financed by sales of some other assets. The amount needed to initiate this strategy, is the market price of the claim: if e.g. the claim should be priced higher than the initial investment; then one could sell the claim and purchase the portfolio that will settle it, and pocket the difference at no risk. Such a costless and risk-free gain, called *arbitrage*, is not possible in a well-functioning market. The richer the market is in tradable assets, the greater its hedging capacities. Thus, the introduction of new assets is a way of creating hedging opportunities for risks that otherwise would remain with the businesses that carried them in the first place. Such financial innovation, known as *securitization* and using derivatives as its basic instruments, serves to transfer an ever increasing variety of economic risk to the marketplace.

Going back to the guaranteed sum assured $\max(S_t, g)$ encountered in the previous paragraph, this is a standard derivative that is widely traded in today's market, at least for basic assets like stocks and for short maturities t . Since index-linked products are mainly term insurances with relatively short contract periods, the market of today provides some partial hedging opportunities for life offices offering such products. In pensions, where the typical contracts have much longer durations, there are very limited possibilities of hedging such financial claims. As for the longevity risk associated with the indices ℓ_{x+t} , the supply of suitable market instruments is almost nil.

Generally speaking, securitization has been slow to catch on in insurance. In the 90s the Chicago Board of trade started to issue catastrophe derivatives enabling the insurance companies to hedge risk related to natural hazards like floods, hurricanes, and earthquakes. Such derivatives are now commonplace. More recently, Swiss Re launched a \$250m four year bond with interest and principal related to a broad mortality index, the purpose being to enable life offices to hedge against catastrophic mortality developments, and the European Investment Bank launched a £540m twenty-five year mortality bond opening opportunities for pension funds and life offices to offset longevity risk. (Actually, similar schemes were seen already in the 17th and 18th centuries in the rudimentary form of Tontine bonds issued by some European governments.) The EIB securitization was not very successful, presumably because the market agents were not sufficiently familiar with this form of risk and, therefore, were not willing to buy the bonds at sustainable prices.

However, from these tender beginnings we can expect that the market for mortality derivatives will expand to large scale and great variety, ultimately making ordinary investors sharing in the longevity risk that up to now has been carried entirely by the pension schemes and their members. The enterprise will present the financial engineers to challenges arising from the special features of pension contracts. We have already alluded to the exceedingly

long maturities needed for mortality derivatives (normally, derivatives have maturities of just a few years). Also it is widely held that, in order to be transparent to market agents and also not susceptible to manipulation, such derivatives need to be based on broad market indices like population statistics, which may fail to catch the risk profile of special individual pension schemes. The design of mortality derivatives with capacity of spanning different tranches of mortality risk is therefore an issue. For instance, a corporate mortality bond based on a more narrow index like the mortality experience of the issuer's scheme, would require full disclosure of relevant portfolio data. This is likely to be feasible only for compulsory, non-competitive schemes. Yet another limitation, arising from the regulatory framework, is that the customer and the pension scheme will always remain parties to the pension contract. Thus, securitization cannot take forms that allow a pension scheme to take the pension liabilities off its balance sheet. The only feasible way seems to be that some third party like an exchange or a bank issues derivatives in which the pension scheme can seek hedging opportunities. This being so, the pension schemes will have to base their market management of mortality risk on the principles and methods of modern financial economics. Now, in every theoretical analysis there is a superimposed risk due to the possible inadequacy of the very model. Such model risk is particularly critical when assumptions are made about the workings of the society – a highly complex and ever changing system – in a very long time perspective. In the present case a special difficulty is due to the scale of the market operations that can be anticipated: the pension industry is the largest accumulator of capital in the economy, and its trades will be in such huge volumes that they necessarily will impact the prices of the assets. This is true already on the level of the individual (major) life office and, a fortiori, on the level of the industry as a whole, with all companies making similar moves. This “globalization of the herd instinct” is currently at work in the UK, where the pension funds could switch up to £150bn out of equity into bonds, pushing up the prices of the latter. There exists no single agreed model representation of such complex phenomena. (As the saying goes: “If you need an expert's opinion on some economics issue, ask an economist. If you need a second expert opinion, ask the same economist.”) At this point I would like to emphasize that the actuarial methods described in Paragraphs 9 and 10 do not involve any model assumptions about the mechanisms governing mortality and asset prices.

For overviews of securitization of mortality risk, see Cairns et al. (2004) and Cummins (2004). A financial mathematics approach is taken by Dahl (2004).

12. Epilogue and advice

The merger between insurance and finance is manifest in the ongoing dismantling of the borders between the industries, in the emergence of countless products in the interface of insurance and finance, and also on the theoretical side in the strong impact of modern financial economics on insurance mathematics. Finance has become an integral part of insurance, and it brings with it products, schemes, and management tools of high sophistication and complexity. In these circumstances the regulator must be equipped with adequate expertise in the combined area of actuarial science and finance, what Buehlmann (1987) in a famous article in the ASTIN Bulletin called “actuaries of the third kind”. Research is needed as much in the supervisory office as it is in the bodies that are subject to its regulation. In consequence, the regulator should actively promote an actuarial education

that is on a par with the state of the art, combining modern insurance mathematics, financial mathematics, and computational technology, and – as argued by Sverdrup (1954) – with emphasis on basic principles. Abandoning the established actuarial precautions and relying entirely on the financial markets to come to our rescue, is not a responsible strategy. The way forward lies somewhere in the middle, and to find it – combining old and new roadmaps and combining foresight with sound conservatism – is a challenge to the regulator. I would also like to remind that in pensions there are numerous pending issues that cannot be resolved by finance magic, but will require further development of actuarial models and methods per se: fluctuations and trends in longevity, population dynamics and state pensions, heterogeneity and risk classification, selection phenomena, lapses and surrenders and transfers between schemes, non-systematic mortality risk in small portfolios, optimal design of contributions and benefits, fast computation, and many more. The timeless “leitmotif” is that insurance is – always was and will always be – a high-tech industry, whose operations should be based on the best of practical judgement and available scientific methods.

Admonitions aside, I would like to congratulate Kredittilsynet on great achievements in the past and express my best wishes for the future.

References

- Buehlmann, H. (1987): Actuaries of the Third Kind? *ASTIN Bulletin* 17, 137–138.
- Cairns, A.J.G., Blake, D., Dowd, K. (2004): Pricing death: Frameworks for the valuation and securitization of mortality risk. Preprint, Heriot-Watt University.
<http://www.ma.hw.ac.uk/~andrewc/papers/ajgc42.pdf>
- Cummins, J.D. (2004): Securitization of life insurance assets and liabilities. Preprint, The Wharton School, University of Pennsylvania.
<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0403.pdf>
- Dahl, M. (2004): Stochastic mortality in life insurance: market reserves and mortality-linked insurance contracts. *Insurance: Mathematics & Economics* 35, 113–136.
- Moeller, T. (1998): Risk minimizing hedging strategies for unit-linked life insurance contracts. *ASTIN Bulletin* 28, 17–47.
- Morris, D. (2005): Morris review of the actuarial profession.
http://www.hm-treasury.gov.uk/independent_reviews/morris_review/review_morris_index.cfm
- Norberg, R (2001): On bonus and bonus prognoses in life insurance. *Scandinavian Actuarial Journal* 2001, 126–147.
- Penrose (2004): *Report of the Equitable Life enquiry*.
http://www.hm-treasury.gov.uk/independent_reviews/penrose_report/
- Sverdrup, E. (1954): Scientific requirements in the actuarial profession. Den Norske Aktuarforening.
- Turner, A. (2004): The Pension Commission’s first report.
<http://www.pensionscommission.org.uk/publications/index.asp/>

Kapittel 7

CLAUDIO BORIO

The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?¹

Claudio Borio is Head of Research and Policy Analysis, Bank for International Settlements (BIS).

Introduction²

It is probably fair to say that just a decade ago few banking supervisors would have recognised the word “macroprudential”³. They would have been quite willing to characterise their tasks as being of a “prudential” nature, with reference to the need to instil “prudence” in the behaviour of regulated institutions. But, if asked, they would have found it very strange that anyone would wish to highlight any “macro” aspects to what they did. After all, the word “macroprudential” echoes the term “macroeconomics” -- the branch of economics that studies how economies as a whole work. And this would no doubt have seemed quite remote from their day-to-day tasks, targeted to ensuring that individual institutions are safe and sound. If a qualifier had to be used at all, “micro” surely would have been a more fitting one in their eyes.

Nowadays, it is probably only a slight exaggeration to say that the word “macroprudential” has become a household name. This by no means implies that all supervisors have become “macroprudentialists”. Far from it, it is one thing to be aware of a particular dimension of, or perspective on, the tasks one performs and quite another to have assimilated it and embodied

¹ Paper prepared for the special volume celebrating the 20th anniversary of Kredittilsynet.

² The views expressed are my own and do not necessarily reflect those of the Bank for International Settlements.

³ It is not clear when the term was first used. At the BIS, however, the term has been employed for at least a couple of decades to describe broad financial stability policy concerns, even if the precise meaning has often been elusive.

it in actual policies. But it does indicate that the intellectual climate of opinion has evolved substantially.

What follows assesses in more detail the extent of that shift and its future prospects. To set the stage, the first section explains briefly what is meant by “macroprudential” and the second highlights the importance of the corresponding dimension in regulation and supervision. The third then takes a critical look at the degree to which this perspective has been gaining ground and made operational in policy frameworks and considers the obstacles to a further strengthening.

The main conclusion is that, while much progress in strengthening the macroprudential orientation of regulatory and supervisory arrangements has been made, there is still considerable scope to take it further. Whether the glass is half full or half empty is very much in the eye of the beholder. At the same time, significant obstacles stand in the way; they are of an analytical, institutional and, above all, political economy nature. Chipping away at these obstacles is important if we wish to make further progress in ensuring lasting financial stability.

I. What is the macroprudential perspective?

As anyone familiar with the philosophy of language knows, the meaning of words is fundamentally ambiguous. While the word “macroprudential” is now quite common, just as with its close cousin, “systemic risk”, it is hard to reach consensus on what it means, even though its key connotations are immediately recognisable.

What follows uses a specific characterisation that we have found quite useful lately at the BIS.⁴ It defines “macroprudential” with the help of its antonym, “microprudential”, and it does so in an intentionally stylised way. For, just as shades of grey are best appreciated when set against their two primitive components, black and white, so the macroprudential dimension of regulatory and supervisory policies is best appreciated if set against its microprudential counterpart. So defined, by analogy with black and white, the macro- and microprudential souls would normally coexist in the more natural shades of grey of regulatory and supervisory arrangements.

As defined here, the macro- and microprudential perspectives differ in terms of objectives, focus and characterisation of risk (Table 1).

⁴ Previous statements of the distinction between the macro- and microprudential perspectives can be found in Crockett (2000) and Borio (2003).

Table 1 The macro- and microprudential perspectives compared		
	Macroprudential	Microprudential
Proximate objective	limit financial system-wide distress	limit distress of individual institutions
Ultimate objective	avoid output (GDP) costs	consumer (investor/depositor) protection
Characterisation of risk	(in part) endogenous	exogenous
Correlations and common exposures across institutions	important	irrelevant
Calibration of prudential controls	in terms of system-wide risk; top-down	in terms of risks of individual institutions; bottom-up

The *objective* of a macroprudential approach is to limit the risk of episodes of financial distress in so far as these produce significant losses in terms of the real output of the economy as a whole. That of the microprudential approach is to limit the risk of episodes of financial distress at individual institutions, regardless of their impact on the overall economy. So defined, the objective of the macroprudential approach is very much in the macroeconomic tradition. That of its microprudential counterpart is firmly rooted in microeconomics and best rationalised in terms of consumer (depositor or investor) protection.

The *focus* of the macroprudential approach is the financial system as a whole, that of its microprudential counterpart is the individual institution. Moving from a micro to a macroprudential orientation involves the same shift in perspective as that of an investor in an individual security who becomes an investor in a mutual fund, invested in a portfolio of securities. Just think of the financial system as a portfolio of securities, with each security representing a financial institution. A mutual fund investor cares only about the loss on the whole portfolio rather than caring equally and separately about that on each individual security. As a result, he looks at the risk profile of the whole portfolio rather than at the risk of each security separately. For him, the degree to which the returns on the securities move together (i.e., are “correlated”) is crucial, as losses on some securities can be offset by gains on others. His approach is top-down. By contrast, the investors in individual securities care about their individual risks and are not concerned with correlations. Their approach is bottom-up.

Finally, what about the *characterisation of risk*? From a macroprudential perspective risk depends on the collective behaviour of institutions – in technical terms, it is “endogenous”. This is because, collectively, institutions can affect the prices of financial assets, the quantities transacted (e.g., borrowed and lent) and hence the strength of the economy itself. This, in turn, has powerful feed-back effects on the soundness of the institutions. By contrast, given its focus on individual institutions, a microprudential perspective ignores such feedbacks, i.e., it treats risk as “exogenous”. Taken in isolation, individual institutions will generally have little impact on market prices or the economy as a whole.

A microprudentialist would argue that for a financial system to be sound it is *necessary* and *sufficient* that each individual institution is sound. A macroprudentialist would take issue with this. To him, it would not be necessary: the output costs of financial stress at individual institutions, or even groups of institutions, banks or otherwise, need not be large enough. More subtly, he would not regard it as sufficient either. This would depend on *how* soundness was pursued. In his view, a macroprudential approach would have a better chance of securing financial stability and, thereby, of making also individual institutions safer. The approach could help better to identify vulnerabilities and to calibrate the policy response. For instance, ignoring hidden common exposures across institutions to macroeconomic developments could lull supervisors into a false sense of security. And ignoring feedback effects could lead to inadequate policies. For example, forcing institutions to retrench in bad times could make sense if taken individually. But in the aggregate, if sufficiently widespread, it could exacerbate distress selling and/or a credit crunch, thereby possibly making financial distress worse.

Clearly, so defined, significant macroprudential elements have always been part of regulatory and supervisory arrangements. Examples include: traditional appeals to notions of “systemic” or system-wide risk as rationalisations for regulation and supervision; tailoring the intensity of supervision to the size and complexity of institutions, which may match, by design or incidentally, their systemic significance; and assessing concentration of exposures across institutions and vulnerabilities to common shocks, such as those associated with asset prices, sectoral, regional or macroeconomic developments.

At the same time, arguably microprudential elements have traditionally been far more prevalent. Prudential standards are generally calibrated with respect to the risks incurred by individual institutions, the hallmark of a microprudential approach. In other words, correlations of exposures are ignored. The widespread use of peer group analysis in assessing risk is micro too. The benchmark here is the average performance of institutions, regardless of what this implies in the aggregate. By design, the approach is helpful in identifying risky outliers, but not generalised overextension. And microprudential is also a reluctance to contemplate adjustments in standards or the intensity of supervision to take into account (“internalise”) macroeconomic consequences. For instance, there were clear differences of opinion between the Federal Reserve and the Office of the Controller of the Currency in the United States during the “headwinds” of the early 1990s. At the time, the Fed was concerned about the implications for overall risk of a tightening of supervisory standards with respect to real estate exposures pursued by the other supervisory agency. It felt that the subsequent credit crunch could weaken markets and the economy further, actually making matters worse.

II. Why is the macroprudential perspective important?

As argued in more detail elsewhere (Borio (2003)), there are at least four reasons why strengthening the macroprudential perspective is important.

First, in some crucial respects, the macroprudential objective actually subsumes the rationale for its microprudential counterpart, best seen as depositor/investor protection. The output costs of financial instability can be very large and their incidence widely felt.

Even acknowledging measurement difficulties, studies indicate that the costs of banking crises can easily run into double digits of GDP. And the macroprudential objective is couched in terms of the size of the losses incurred by economic agents, regardless of which “hat” they happen to wear. To see this, note that even in those cases where depositor protection schemes may insulate depositors from direct losses, they cannot spare them the indirect, and more insidious, pain of widespread financial distress as citizens of a country.

Second, strengthening the macroprudential orientation holds out the promise of a better balance between market and official discipline, and hence of better economic performance. In particular, if the objective of supervisors is seen as preventing the failure of *each and all* the institutions for which they are responsible, regardless of the system-wide consequences, the risk is that the regulatory net becomes overly intrusive and protection excessive. This could stifle economic growth.

Third, and more subtly, the nature of financial instability is such that a strict microprudential approach is less likely to deliver a safe and sound financial system. In principle, a strict microprudential approach is best suited to deal with those systemic crises that result from problems that originate at an *individual* institution, owing to idiosyncratic factors, and then spread to others through the web of balance sheet interconnections and behavioural responses. Even here, though, a clear picture of those interconnections would be needed. Historically, however, the more costly episodes of widespread financial distress have arisen primarily through *common exposures* to macroeconomic risk factors across institutions, even in the absence of strong interconnections. In this case, many institutions are weakened simultaneously because of a downturn in asset prices and the economy more generally.

These episodes have highlighted the reinforcing interaction between the financial system and the real economy. Typically, there is a build up phase in which the financial system becomes overextended, as muted perceptions of risk, rising asset prices and increased lending (“leverage”) feed economic growth. At some point, the process goes into reverse, revealing the underlying weaknesses that had been masked by the benign conditions. If the financial system has not built up sufficient cushions during the expansion, widespread financial strains can result. From this perspective, such occasional “pathological” developments are said to reflect the excessive “procyclicality” of the financial system – a term used to refer to the mutually reinforcing interaction between the real and financial sides of the economy (Borio et al. (2001), BIS (2001) and (2002)).

At least ex post, “financial cycles” of this kind can be detected behind many of the severe financial crises that have occurred in industrial and emerging market countries since at least the 1980s. These include several of the banking crises in Latin America in the 1980s and early 1990s, the crises in East Asia later in the decade, those in the Nordic countries in the late 1980s – early 1990s and the more prolonged one in Japan. Moreover, even if no major crisis broke out, countries such as the United States, the United Kingdom and Australia also experienced strains in their financial systems in the early 1990s following similar patterns.

Finally, structural changes in the characteristics of the financial system have put a further premium on the macroprudential perspective. One reason is that a liberalised financial environment may also be more vulnerable to the occasional episode of excessive

procyclicality (e.g., Borio and White (2004), Borio (2005)). Such an environment allows more room for the mutually reinforcing interactions between the financial system and the real economy, as financing constraints can be looser and incentives to take on risk stronger, owing to greater competitive pressures. Another reason is that major advances in market participants' ability to price and trade risks separately have made it easier to shift risks across different types of financial institution as well as between institutions and open markets while at the same time have intensified the links among them (Knight (2004a)). This makes it all the more important to take a holistic approach to the identification of vulnerabilities and the calibration of prudential instruments. For example, banks and insurance companies have been shifting risks between them through the use of derivatives, including credit derivatives. And just as financial institutions have increasingly come to depend on markets remaining liquid under stress to support their risk management, so markets have become increasingly dependent on financial institutions' market making and funding liquidity services for their smooth functioning (Borio (2004)).

III. How far has the macroprudential perspective gained ground?

Recent years have indeed seen a strengthening of the macroprudential orientation of regulatory and supervisory frameworks (BIS (2005)). Two catalysts appear to have given impetus to this trend. For one, the Asian financial crisis highlighted the strong linkages between system-wide financial sector vulnerabilities and macroeconomic performance. True, as noted earlier, previous crises had already exhibited similar characteristics. But it was the Asian episode which triggered a major shift of opinion and priorities, probably as a result of its geographical spread and intensity. In addition, the development of more risk-sensitive approaches to capital standards (Basel II) has put the spotlight on the implications of time-varying risk assessments for minimum capital, bank lending and the macroeconomy. As a consequence, the terms "macroprudential" and "procyclicality" have risen from virtual obscurity to become very familiar to policymakers, practitioners and academics alike.

At the same time, it is probably fair to say that the shift has been somewhat greater with respect to the monitoring of financial vulnerabilities than the calibration of policy tools. Consider each in turn.

Monitoring financial vulnerabilities

As regards the monitoring of financial vulnerabilities, it is possible to single out several developments that are fully consistent with a strengthening of the macroprudential orientation of regulatory and supervisory arrangements.

First, considerable analytical work has gone into seeking to develop formal early warning indicators of system-wide financial distress, such as banking crises. Research at the BIS has been no exception (Borio and Lowe (2002a) and (2004)). We have found that indicators of financial imbalances can help to predict system-wide banking distress and economic weakness over a horizon of 2 to 4 years ahead, based on information that should be available to policymakers at the time the assessments are made (i.e., in real-time). The indicators are inspired by the characteristics of financial cycles identified previously. They seek to identify

booms that hide within them the seeds of their subsequent destruction. In particular, they are based on measures of the *coexistence* of “excessive” asset price increases (“misalignments”) with a limited capacity of the system to absorb the asset price reversal. Misalignments are simply captured by unusually large deviations of asset prices from trend, and the absorption capacity of the system by similar deviations in the ratio of private sector to GDP, with higher leverage implying a smaller cushion. Fitch Ratings (2005) has recently developed a methodology for the assessment of system-wide banking risk and hence for country ratings based on this philosophy. And these indicators can also help to improve risk management systems at the level of individual financial institutions (Lowe (2002) and Tarashev (2005)).

Second, even greater efforts have been devoted to developing so-called “macro-stress” tests (Sorge (2004)). These are analogous to the stress tests now routinely carried out by individual financial institutions to evaluate the risks hidden in their portfolios, but relate to the financial system as a whole or large sub-sets thereof, such as the banking sector. The precise methodologies vary substantially in sophistication and complexity, from simple sensitivity analyses to more complete scenarios. But the basic idea is always to evaluate the vulnerability of the financial strength of the corresponding institutions in the face of plausible but very testing circumstances, such as a major recession or an asset price collapse. In emerging market countries in particular, foreign currency and interest rate mismatches in the balance-sheets of the various sectors of the economy have received particular attention. At a national level, the Financial Sector Assessment Programmes (FSAPs) carried out jointly by the IMF and the World Bank have acted as an important catalyst for the development of such macro-stress tests, by encouraging the availability of the raw data (e.g., the so-called Macroprudential Indicators), the development of the methodologies and the implementation of concerted exercises (IMF (2005)).

Third, a number of national and international fora routinely carry out macroprudential monitoring exercises, blending quantitative and qualitative/judgemental elements. Nationally, central banks have taken the lead, as witnessed by the mushrooming of Financial Stability Reports. In some countries, such as Norway, these are carried out in close cooperation with supervisory authorities. Internationally, the Financial Stability Forum has been quite active and has encouraged the dialogue between different types of authority, by bringing together senior representatives of national and international prudential authorities, central banks, ministries of finance and international financial institutions. Similar monitoring exercises are also performed at the BIS by the Committee on the Global Financial System – a central bank body – and by international financial institutions, such as the IMF.

Finally, prudential authorities have carried out targeted exercises to form a better view of how risks are distributed across the financial system as a whole. An obvious example is the set of studies on the impact of credit risk transfer instruments, including under the aegis of the Joint Forum.

At the same time, despite these significant steps forward, all of this is still very much “work in progress”. The quantitative analysis is in its infancy. The performance of early warning indicators is too heterogeneous and uneven. With a few exceptions, such as some of those noted above, they are not forward looking enough, acting more like coincident than leading indicators of distress, at least from the perspective of policymakers, who need sufficient lead

time to take measures. There is little information about the extent to which, even if successful in retrospect in capturing signs of impending distress, their performance will prove robust to the passage of time, as financial systems evolve further. For their part, macro-stress tests are very rudimentary compared to their micro counterparts, which address the risks in the portfolio of individual institutions. Linking macroeconomic developments formally to the performance of the financial system has proved difficult. And, above all, it has proved exceedingly hard to model in a meaningful way the feedback effects on asset prices, the real economic and hence the degree of financial stress arising from the response of the financial system to the original “shock”– the critical “endogenous” dimension of risk. Partly as a result, the horizons over which these “shocks” are assumed to play themselves out are generally too short and the results not sufficiently convincing.

The implication is that the output of these more quantitative exercises has so far typically lacked sufficient “bite”. It is of course unrealistic to expect these exercises to provide more than a structured first pass at identifying potential vulnerabilities. They should at best be seen as the basis for a more rounded and multi-faceted qualitative judgement of the risks ahead. Even so, their preliminary nature has meant that they have arguably often failed to provide sufficient discipline on the assessment of vulnerabilities. The result has been an excessive tendency to “look at everything” without a good sense of “how” to look at everything, on the one hand, and leaving too much room for quasi-philosophical priors concerning the strength of the stabilising or destabilising nature of market forces to influence the final judgements, on the other. More work is clearly needed.

Calibrating policy tools

In assessing how far the macroprudential perspective has been gaining ground in the calibration of policy tools, it is worth distinguishing between the cross-sectional and the time dimensions. The cross-sectional dimension refers to the relative calibration of instruments across financial institutions/parts of the financial system in relation to the distribution of risks across the system *at a given point in time*. The time dimension refers to the calibration of instruments in relation to the evolution of system-wide risk *over time*. Here, the notion of procyclicality plays a key role.

The key principle in the *cross-sectional dimension* is to calibrate prudential standards with respect to the (marginal) contribution of a particular financial institution to the risk in the overall financial system. Recall the analogy with the portfolio of securities: it is not the risk of the individual security that matters but how far it adds to, or subtracts from, the risk in the overall portfolio.

There are indeed several examples of policies that are consistent with this principle. One is the broad trend, which in fact predates the gain in prominence of the macroprudential perspective, of having tighter supervision, and in some cases even more stringent quantitative standards, for larger, systemically-relevant institutions. Some authorities, for instance, may decide to insist on higher cushions above the calculated minimum capital requirements for institutions whose failure they deem to be of particular damage to the financial system as a whole. The Swiss authorities, among others, have tougher prudential standards for such institutions precisely on these grounds. A second example is represented by efforts to limit

the differences in prudential standards across sectors of the financial system, such as insurance and banking (Knight (2004b)). This is so at least to the extent that these efforts reflect a conscious attempt to limit regulatory arbitrage across different types of financial institution and as long as they remain cognisant of differences in the functions performed, such as the degree of involvement in critical system-wide tasks like payments and settlements.

Even so, the scope for a further strengthening of the macroprudential dimension is considerable. To my knowledge, there has been as yet no systematic attempt to calibrate standards based on correlations of exposures across financial institutions, except in so far as excessive concentrations may at times be penalised on an ad hoc basis (e.g., for lending to overexposed sectors, such as real estate (see below)). More generally, policy tools such as capital charges do not make a generalised explicit distinction between the risk specific to the given financial institution and its contribution to the risk of the system as a whole (in technical terms, between “idiosyncratic” and “systematic” risk). And a big unresolved question is how to treat capital markets in the overall framework.

The key principle in the *time dimension* is to increase financial system cushions in good times, as the financial imbalances and hence risk build up, so as to run them down, up to a point, in bad times, as the imbalances unwind. This would better align the cushions with the actual trajectory of risk. And by leaning against the procyclical forces of the financial system it could also help to reduce the size of the financial cycle and hence the risk of a disruptive unwinding in the first place. This is akin to buying insurance for a rainy day. And it extends to the prudential sphere a well-known principle in macroeconomics, such as the need to allow fiscal positions to tighten in good times and to weaken in bad times, while maintaining them neutral over the business cycle as a whole. This is what cushions and self-equilibrating mechanisms are all about.

Here, too, several developments have been quite consistent with a strengthening of the macroprudential perspective. While the issue had initially been outside the radar screen of supervisors, explicit adjustments were made to the new minimum capital standards framework for banks (Basel II) in order to address the risk of excessive procyclicality. The concern was that minimum standards would fall too much during expansions and rise too much during recessions, possibly undermining, or at least limiting, some of their beneficial effects on financial stability (Borio et al. (2001), Borio (2003) and Caruana (2004)). Interestingly, one such element includes the possibility of calibrating capital cushions in the light of the outcome of stress tests that assume a sudden deterioration in macroeconomic conditions. Similarly, the Spanish prudential authorities (the Bank of Spain) have taken the lead in introducing a system of dynamic provisioning for prudential purposes (e.g., Fernandez de Lis et al. (2001)). In this system, forward-looking provisions are systematically related to historical experience over business cycles as a whole, thereby preventing an excessive fall in good times. Finally, several authorities have made discretionary adjustments to prudential instruments with a view to addressing the build up or unwinding of financial imbalances. Examples include, for instance, a tightening of loan-to value ratios (e.g. Hong Kong, Korea, Malaysia, Thailand), capital requirements against real estate lending (India, Portugal, Norway) and overall exposures to specific sectors (some countries in Asia) as perceived financial imbalances built up. In at least one other case, it has involved relaxing them, at least

temporarily, to avoid vicious circles of falling asset prices and additional sales. In particular, in 2002 the UK FSA adjusted the stress test requirements for insurance companies to avoid destabilising sales of equities (FSA (2002)).

At the same time, there is still considerable reluctance to calibrate prudential instruments more systematically from a macroprudential perspective. Several obstacles have stood in the way of a further strengthening of this orientation. The expertise, power and will may be lacking.

Analytically, a number of outstanding issues remain. They concern the identification of vulnerabilities in good time and the calibration of the tools. As discussed above, in identifying vulnerabilities, despite the progress made, the technology and practice are still in their infancy. While comfort levels differ across national authorities, for many of them both macro-stress tests and leading indicators of distress still fall short of providing a degree of comfort sufficient to underpin discretionary policy responses. In calibrating the tools, there are questions concerning their effectiveness. These in part vary with the characteristics of the financial system, such as the degree of openness and the relative importance of banks and open capital markets, which influence both the scope of the authorities to use them and their bite (Borio and Shim (forthcoming)). Clearly, here there is a “catch 22”: some of these questions cannot be resolved until the approach is actually put into practice, but questions about its effectiveness may inhibit its implementation.

Institutionally, often the alignment between control over instruments and goals is only imperfect. For instance, statistical provisioning can be seen as inconsistent with interpretations of current international accounting standards (Borio and Lowe (2001) and Borio and Tsatsaronis (2004)). It clearly helps if, as in Spain, the prudential authority is also in charge of interpreting and implementing those standards for the banking sector. But this is more the exception than the rule. More generally, many prudential authorities have strong depositor/investor protection elements in their mandates. These are not easily reconcilable with a macroprudential orientation and can make the use of the tools for this purpose rather difficult, both with regard to the willingness and expertise needed to use them. Sometimes legal obstacles may also stand in the way.

Finally, from a political economy perspective, the actions may face strong resistance on the part of regulated firms, the body politic and the public at large. Mandates are one reason. But, beyond this, there are broader cultural elements. On the one hand, it is important that there be strong backing for the notion that failure of individual institutions is not tantamount to failure by the supervisory authority. This is easy to state in principle, much harder to apply in practice. On the other hand, the recognition of the importance of a macroprudential perspective has to be broadened well beyond narrow policy circles, so as to generate sufficient acceptance for its day-to-day implementation. This is crucial since one of its hallmark implications is the need to take tough measures in good times to prevent the emergence of problems. As we know from the experience with monetary and fiscal policy, taking away the punch-ball when the party gets going is not a particularly popular task. The proper incentives need to be hardwired institutionally (White (2006a)).

Conclusion

In all walks of life, balance is the key. Securing lasting financial stability is no exception. It calls for a proper balance between the microprudential and macroprudential dimensions of regulatory and supervisory arrangements. For a long time, the macroprudential dimension had been comparatively neglected; over the last few years it has gained ground. The shift has been substantial – no doubt it has gone further than many could ever have imagined at the start. The Norwegian authorities have been very much at the forefront of such a shift, possibly in part because they were the first to experience a major banking crisis in the late 1980s. The shift has gone furthest with respect to the awareness of the existence and of the importance of the dimension. Owing to analytical, institutional and political economy obstacles, it has been somewhat slower with respect to the identification of vulnerabilities and, above all, the calibration of policy instruments. Considerable room for a further strengthening exists. Looking forward, it is desirable that it be exploited further.

From a broader perspective, the shift in the orientation of prudential frameworks is part and parcel of adjustments in a wider set of policies needed to address the challenges raised by the major structural changes in the economic environment over the last couple of decades (Borio and Lowe (2002b), Borio and White (2004), White (2006b) and Borio (2006)). Arguably, financial liberalisation, the globalisation of the real economy and the establishment of credible anti-inflation regimes have jointly resulted in a landscape which is more vulnerable to the *occasional* build up of financial imbalances *in a context of low inflation*. Not just prudential frameworks, but also monetary and fiscal policies need to be adjusted to address this challenge more systematically. It is unrealistic to expect prudential authorities to address these issues on their own. Mutually supportive policies are called for. All this puts a premium on the cooperation between different types of policymaker. In particular, strengthening the ties between monetary and prudential authorities is essential. Major potential synergies exist, in terms of both know-how and coordination of policy actions.

References

- Bank for International Settlements (2001): “Cycles and the financial system”, *71st Annual Report*, Chapter VII, June, pp. 123–141.
- (2002): “The interaction between the financial sector and the real economy”, *72nd Annual Report*, Chapter VII, June, pp. 122–140.
- (2005): *75th Annual Report*, June.
- Borio, C. (2003): “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, *CESifo Economic Studies*, vol. 49, no. 2/2003, pp. 181–216. Also available as *BIS Working Papers*, no. 128, February.
- (2004): “Market distress and vanishing liquidity: anatomy and policy options”, *BIS Working Papers*, no. 158, July.
- (2005): “The search for the elusive twin goals of monetary and financial stability”, paper presented at the conference organised by the IMF Institute and the Monetary and Financial System Department on “Financial Stability – Central Banking and Supervisory Challenges” in Washington, on 6–7 September. An abridged version of this article is also available as “Monetary and financial stability: so close and yet so far?”, *National Institute Economic Review*, no. 192, April 2005, pp. 84–101.
- (2006): “Monetary and prudential policies at a crossroads? New challenges in the new century”, lecture presented at the Workshop on “The architecture of financial system stability: from market micro structure to monetary policy” organised by the European University Viadrina, Germany and the Wilfrid Laurier University, Canada, held in Capri on 24–26 May 2006, *BIS Working Papers*, forthcoming.
- Borio, C., C. Furfine and P. Lowe (2001): “Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options” in *Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability*, *BIS Papers*, no. 1, pp. 1–57.
- Borio, C. and P. Lowe (2001): “To provision or not to provision”, *BIS Quarterly Review*, June, pp. 36–48.
- (2002a): “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review*, December, pp. 43–54.
- (2002b): “Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, *BIS Working Papers*, no. 114, Basel, July.
- (2004): “Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?”, *BIS Working Papers*, no. 157, July.
- Borio, C. and I. Shim (forthcoming): “How can (macro-)prudential policy support monetary policy?”, paper prepared for a conference organised by the Bank of Thailand, November 2006.
- Borio, C. and K. Tsatsaronis (2004): “Accounting and prudential regulation: from uncomfortable bedfellows to perfect partners?”, *Journal of Financial Stability*, I (1), September, pp. 111–35.
- Borio, C. and W. White (2004): “Whither monetary and financial stability?” The implications of evolving policy regimes”, in *Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 28–30 August, Jackson Hole, pp. 131–211. Also available as *BIS Working Papers*, no. 147, February 2004.

- Caruana, J. (2004): “Basel II – A New Approach to Banking Supervision”, IV Annual International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector: Basel II – The International Banking System at the Crossroads, Washington DC, June.
- Crockett, A. (2000): “Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability”, *BIS Speeches*, 21 September.
- Fernández de Lis, S. J. Martínez Pagés and S. Saurina (2001): “Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain”, in *Marrying the Macro- and Microprudential Dimensions of Financial Stability*, *BIS Papers*, no. 1, March.
- Fitch Ratings (2005): “Assessing bank systemic risk: a new product”, *Criteria Report*, 26 July.
- Financial Services Authority (2002): “FSA introduces new element to life insurers’ resilience tests”, *FSA Press Release*, FSA/PN/071/2002, 28 June.
- IMF (2005): *Financial Sector Assessment. A Handbook*, 29 September.
- Knight, M. (2004a): “Markets and institutions: Managing the evolving financial risk”, *BIS Speeches*, 14 October.
- Knight, M. (2004b): “Regulation and supervision in insurance and banking: Greater convergence, shared challenges”, *BIS Speeches*, 6 October.
- Lowe, P. (2002): “Credit risk measurement and procyclicality”, *BIS Working Papers*, no 116, August.
- Sorge, M. (2004): “Stress-testing financial systems: an overview of current methodologies”, *BIS Working Papers*, no. 165, December.
- Tarashev, N. (2005): “An empirical evaluation of structural credit risk models”, *BIS Working Papers*, no. 179, July.
- White, W. (2006a): “Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilisation framework?”, *BIS Working Papers*, no. 193, January.
- (2006b): “Is price stability enough?”, *BIS Working Papers*, no. 205, April.

Kapittel 8

DANIÈLE NOUY

Challenges for implementing Basel II for European supervisors

Danièle Nouy is Chair of the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) and Secretary General of the French Banking Commission (Commission Bancaire).

European supervisors share with their colleagues around the world a wide range of challenges regarding implementing Basel II^[*]: For instance, meeting adequate human resources and staff training, succeeding in information sharing and cross-border supervision, ensuring consistency in implementation of the new regulation. However, the European situation is also specific insofar as the European countries already have an obligation to converge so as to ensure a regulatory level playing field and to contribute, in their area, towards the achievement of the European Single Market. The European situation may seem paradoxical: the challenge of Basel II may be greater for them as it complicates European convergence but, at the same time, Basel II presents an unprecedented opportunity for greater supervisory uniform practices.

The legal and practical European environment poses some specific challenges to European supervisors.

One cannot downplay the fact that cross-country differences in legal and administrative systems as well as operationally and culturally mean that supervisory practices cannot converge overnight, and the ability to work as a network requires efforts in enhancing mutual

[*] [Editor's note: The Basel Committee for Banking Supervision adopted in June 2004 revised standards governing banks' capital adequacy, the so-called Basel II framework. In October 2005, corresponding new capital adequacy rules were adopted in the EU, based on the Basel Committee's standard. In addition to banks, the capital adequacy provisions in the EU directives also apply to investment firms and management companies for securities funds. In Norway the new capital adequacy rules will take effect as from 1 January 2007.]

trust. It is clear that in a large union of member states, achieving consensus on technical solutions is not an easy task.

European supervisors today are operating in a European regulatory framework based on “the Lamfalussy approach”¹, a four-level regulatory process designed to make the decision-making procedures faster and more flexible, while still ensuring the uniform application of Community law. However, the European Commission, in its year end 2005 “White Paper”², noted that the rate of transposition of Community law by Member States within agreed deadlines is not high enough, and Member States need to demonstrate stronger commitment and deliver proper implementation in a timely manner. This is a major challenge for EU-25. For banking supervisors, who were given new powers by the Lamfalussy approach, the ability to ensure the convergence of practices is partly dependent on the existence of national options or national discretions allowed by the European legislation itself.

The vast majority of the European financial industry has decided to implement Basel II which is an additional challenge for their supervisors. Both large and small institutions are impacted and many banks are already applying elements of Basel II. There are different demands and expectations with regard to supervision. The large scope of institutions applying to the Capital requirements directive (CRD) – which will transpose Basel II capital framework into EU legislation – has led supervisors to use a “proportionality” principle which was a key demand from the industry: European supervisors have designed several approaches to credit risk and several approaches to operational risk. This will enable institutions to opt for Basel II approaches that are in line with their level of sophistication.

Implementing Basel II is all the more challenging given that European banking institutions and their supervisors are facing modification of the financial accounting framework at the same time, through the adoption of the new International Accounting Standards / International Financial Accounting Standards (IAS/IFRS). Accounting standards play a crucial role in the information and decisions of economic agents, and in ensuring the effectiveness of market discipline. As such, their adoption is closely connected to the disclosure provisions in “Pillar 3” of the new Basel II framework. This is a positive development which leads to harmonisation of reporting and public disclosure of financial statements. However, this is a simultaneous regulatory “shock” that European supervisors have to address. Indeed, it has raised some questions from the perspective of financial stability, because there is concern that these standards could weaken the criteria that regulatory capital has to fulfil, namely that capital must be permanent and readily available for absorbing losses. There were also some doubts on whether the new standards could introduce high volatility in institutions’ financial statements and, more particularly, into regulatory capital, in ways which might not reflect the economic substance of institutions’ financial positions. In order to preserve the definition and maintain the quality of regulatory capital, the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) has developed Guidelines on “prudential filters” for regulatory capital, in partnership with the Basel Committee; the

¹ “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, chaired by Baron Alexandre Lamfalussy, 17.2.2001

² “WHITE PAPER Financial Services Policy 2005–2010”

filters are designed to adjust regulatory own funds for changes appearing in the accounting equity of institutions that apply the new accounting standards for prudential purposes.

European supervisors have seized the opportunity that Basel II presents to further enhance their convergence practices and co-operation processes.

The new requirements under Basel II provide a unique window of opportunity for European banking supervisors to achieve increased convergence of national rules and practices, because the issue is not so much to change existing national rules and practices, but to create a new paradigm. Implementing Basel II is of particular relevance in the specific European context: it is less costly to move towards a commonly agreed benchmark than to adjust to dozens of various practices.

Role of the Committee of European Banking Supervisors (CEBS)

European supervisors have developed a range of tools to allow for supervisory convergence to continue. CEBS, which was established January 2004, combines high level representatives from banking supervisory authorities and central banks from the EU/EEA. Its role is to ensure the efficient and consistent implementation of Basel II in Europe through close co-operation among supervisors and convergence of supervisory practices. It acts as a catalyst for common implementation of the European directive on capital requirements. It has already achieved the removal of a number of items for national discretions from the draft. CEBS is working to enhance convergence through common training of staff from supervisory authorities, staff exchanges, joint on-site examinations.

European common reporting framework

In order to achieve harmonised implementation of the capital requirements directive, European supervisors have built a common prudential reporting framework which covers credit risk, market risk and operational risk, and which is applicable to all EU credit institutions and investment firms. This system, known as “COREP”, reduces the reporting burden for cross-border groups. It provides a comprehensive, harmonised framework that allows for national flexibility on data reporting. Groups operating on a cross-border basis will be able to use the same reporting framework, including non-European banking groups operating in different member states. This new framework, whose templates are available on the CEBS website (www.c-eps.org), also allows for strengthened co-operation between supervisory authorities. It facilitates information exchanges between those in charge of the different entities in a same group and it should limit information requests from different supervisory authorities. This new supervisory tool has not achieved a full harmonisation yet, but it is a huge step towards it.

Supervisory disclosure

The implementation of Basel II/Capital Requirement Directive is leading European banking supervisors to improve the disclosure framework. This new framework provides a comprehensive overview of supervisory rules and guidance to enable meaningful comparisons among the national approaches and to detect inconsistencies in the implementation of the new regulation. CEBS has produced specific guidelines for implementing the framework. The Committee and national authorities will publish on their websites four types of information: regulation and guidance, options and national discretions, supervisory review under pillar 2 of Basel II (criteria and methodologies used by the national authorities in the supervisory review and evaluation process), and aggregate statistical data on key aspects of the implementation of prudential framework in each member state. The supervisory disclosure program will be a very powerful tool for a convergent European implementation of Basel II.

Convergence on validation of internal systems

Basel II gives banks choices on managing credit risk, from a more simplistic and less risk sensitive to a more complex but highly risk sensitive approach to determining capital adequacy. The most sophisticated approaches permitted allow institutions to use their own estimates of risk parameters. These estimates are used to calculate the institution's capital requirements. The accuracy of the resulting capital requirements therefore depends on the precision of the estimated risk parameters. The Basel II framework requires supervisory authorities to grant an institution permission to use the advanced approaches for regulatory purposes only if they are satisfied that it meets certain minimum requirements, and in order for institutions to do so they must meet higher risk management standards than are required under the less risk-sensitive approaches.

Although validation of bank's rating systems is foremost the responsibility of the banks themselves, supervisors must have a thorough understanding of them in order to ensure the overall integrity of banks activities in this area. European supervisors have drafted and adopted common validation guidelines for Basel II's sophisticated approaches. In this process, CEBS has maintained a close collaboration with the Basel Committee's Accord Implementation Group (AIG). By producing guidelines for supervisors on validation of internal systems, CEBS is helping the community of European supervisors to address one of the cornerstones of Basel II. CEBS' final guidelines on the implementation and validation are due to be published in the spring 2006. Following industry comments, CEBS has made several changes to the guidelines, most important being a profound change to internal governance, in particular with regard to the role of senior management and directors. In addition, the introduction of a "good faith" clause, means that supervisors may refrain for a certain period of time from applying certain parts of the paper for institutions that have (after having contacted their supervisory authorities) already developed their systems prior to release of CEBS' guidance.

Cross-border supervision

Validation of the internal systems has brought to the forefront of European supervisors' agenda the issue of relations between the "Home" and the "Host" supervisors of a cross-border banking group, or, in other words, the role of the "consolidating supervisor". The issue of information sharing and cross-border – or "home/host"-supervision is particularly critical within the EU, where co-operation among supervisors is an absolute obligation. The need for effective cross-border supervision is not new, but, under Basel II, is likely to receive greater attention than in the past, not least because bank's internal rating systems call for enhanced trans-national co-operation between supervisors. The increase of cross-border banking in the EU and the emergence of pan-European institutions have also increased the need to strengthen co-operation and convergence in supervisory practices and requirements. CEBS task is to ensure that banks and investment firms face similar prudential requirements across the EU in order to achieve a level playing field. In its work, CEBS has to consider various opposing forces affecting the financial markets. National legal responsibilities of supervisors do not always correspond with cross-border banking structures with centralised business lines and risk management functions. Retail markets are still fragmented with significant national differences, and deposit guarantee schemes are based on national solutions. All these challenges must be considered when drafting European level guidance.

Validation is a joint supervisory effort which is at the heart of co-operation; in exceptional cases where there is an absence of agreement after a certain period of time, the consolidating supervisor of the parent bank may decide ultimately which internal system should be used in the banking group. The "home/host"-implementation within the EU has to achieve a delicate equilibrium of responsibilities between authorities, and to take into account the treatment of systemically important subsidiaries, a possible change in the liquidity regulation (liquidity is currently supervised by the host supervisor), the possible need for some revision of the European deposit insurance regulation, and the management of possible cross-border crises. Via a system of delegation of tasks already in place, the objective of the European supervisors is to avoid duplicative tasks for both supervisors and institutions, and to reinforce the efficiency of banking supervision, while at the same time, seek to reduce regulatory burden.

Monitoring of convergence

CEBS' guidelines for co-operation between consolidating supervisors and host supervisors lay down a practical framework for co-operation and for the exchange of information. In parallel, CEBS is seeking increased co-operation through operational networks of supervisors cutting across consolidating and host supervisors. Indeed, CEBS will be increasingly called to address issues emerging during the implementation of the Capital Requirements Directive and of related CEBS guidelines. Operational networking mechanisms will be established to identify these issues. This work will be conducted mainly through case studies focused on supervisory co-operation and practices involving cross-border banking groups and questionnaires to compare implementation plans. This work will allow identifying possible areas for further work. A survey of implementation issues will be prepared in order to allow for an assessment of the progress made in 2007.

In addition, CEBS seeks to achieve greater convergence in the interpretation, implementation and application of the new legislation through discussion of queries arising from members, industry and the Commission, including from its joint Commission / CEBS / National Treasuries “Transposition Group”. CEBS has created a “Frequently Asked Questions” section on its website in connection with monitoring the implementation of the directive.

*

Standards and best practices are set and defined at the global level, for banking capital requirements as for many other financial issues. Europe has experience in harmonising rules and overcoming diverging traditions and practices of different markets and players. This experience proves very useful in implementing Basel II, in particular as regards the dimension of cross-border supervision.

Conversely, by pushing on convergence of practices, Basel II is making the traditional European supervisory co-operation a more pro-active process, and is fostering European banking integration. Basel II calls for a more judgemental supervisory approach in order to be fully risk sensitive. Two conditions are necessary to allow European supervisors to exercise such a judgement: convergence of practices and enhanced transparency – in a nutshell, building a common European supervisory culture. This is a long term process, but for the CEBS and European national supervisors, who are accountable to the European institutions, banking system, and the public at large, for the creation of a regulatory level playing field, it is no less than a “succeed or perish situation”.

Kapittel 9

HOWARD DAVIES

Financial Regulation & Consumer Protection

Howard Davies is Director of the London School of Economics and Political Science (LSE) and was Chairman and CEO of the UK Financial Services Authority (FSA) from 1997–2003.

In May 1997 I was unexpectedly asked by the incoming Labour government to set up an integrated financial regulator in London, which came to be known as the Financial Services Authority. Although I had had responsibility within the Bank of England for banking supervision, among other things, for about 18 months, I could hardly be said to have been an expert in financial regulation at the time. And the task of merging nine different regulatory bodies, employing over 2000 staff, into one new entity was a daunting one. I quickly looked around the world for examples of similar structures, and models to follow.

The only models available were to the North and East of London, in Scandinavia. The first of them, of course, the grandfather of integrated regulation, was Kredittilsynet in Oslo. So my team and I looked hard at what had been done in Norway and subsequently Sweden and Denmark, as we planned our new structure. While the FSA cannot be said to be exactly a copy of the Norwegian financial regulator, I shall always be grateful for the lessons we learned from the Norwegian experience. Also, throughout my time at the FSA, the most valuable international meetings I attended were those of the integrated regulators around the world, a select but growing group. One of those meetings was held in Oslo, and I have particularly good memories of the discussions and the hospitality extended then.

I am therefore pleased to be able to help celebrate the 20th anniversary of Kredittilsynet with these reflections on consumer protection and financial regulation.

As I have already suggested, the British reform of financial regulation was in a number of respects more fundamental and dramatic than those which had occurred before it in

Scandinavian countries. It involved a complete rewrite of the legislation underpinning financial sector activity. The previous Banking, Insurance and Securities Acts were all repealed and replaced with a single Financial Services and Markets Act based on a functional approach to financial activity. It also involved the merging of nine regulatory bodies, some statutory and entirely based in the public sector, such as the Securities & Investments Board or the Building Societies Commission, and others which were essentially self-regulatory organisations (SROs). The self-regulators were largely engaged in ‘conduct of business’, regulation, while the public sector regulators were largely focused on prudential issues. All of these were integrated into a single body which was formally launched in 1998. All the regulatory staff were transferred along with the functions.

At the same time, five different ombudsmen organisations – another example of Scandinavian influence in the UK – were similarly merged into one large organisation, which itself employed more than 400 staff. The new Financial Ombudsman Service was a kind of wholly owned subsidiary of the FSA, with the FSA appointing its Board and approving its rulebook.

These features of the reform meant that it was essential to find a way of integrating consumer protection concerns with the more traditional tasks of prudential regulators. For some, this was a traumatic change. The previous Governor of the Bank of England, now Lord George, once memorably remarked that consumer protection was “not the natural habitat of the central banker”.

But is there a genuine conflict between the objectives of the prudential regulator and the conduct of business regulator? Some certainly argue that there is. The case rests on the proposition that, in some circumstances, a regulator focused on consumer protection may require a bank to make reimbursement, or offer more generous terms and conditions to depositors, in a way in which might damage its capital base and prudential soundness. Similarly, in the case of insurance companies, conduct of business regulators of the life insurance market may be inclined to press for larger payouts for consumers than can in the long run be afforded by insurance companies, once again with potentially damaging consequences for their prudential soundness. Influenced by these and related arguments, the British regulatory system until 1997 put the prudential regulation of life insurance companies in a section of the Department of Trade and Industry, while the conduct of business regulation was handled by the Personal Investments Authority, an SRO.

I do not accept on this argument, for two main reasons. First, if there is in practice a conflict between the two types of regulation, then that conflict has to be resolved in some way. Under the previous British regime there was indeed a provision whereby the prudential regulator of insurance companies could overrule the conduct of business regulators in certain circumstances. But I cannot see that it is necessarily better for this conflict to be resolved between two bodies, with different statutory responsibilities, than within one regulator which is able to balance the potentially conflicting dictates of consumer protection and prudential soundness.

This balancing act is not straightforward, as I learnt to my cost. There were occasions during my 10 years Chairman of the FSA when it was necessary to strike a balance, in very difficult

circumstances. The most difficult case related to what are known as endowment mortgages. Many mortgage borrowers in the UK take out investment policies which are due to pay off the principal after 25 years, while making only interest payments on the loan itself. The stockmarket crash of 2001 meant that many of these policies were then unlikely to pay out the required amount. Investors then argued that they had been ‘mis-sold’. Some were certainly due compensation. But a very rigorous approach to compensating individual borrowers who had taken out life insurance policies to cover mortgages, could have resulted in huge payouts by life insurance companies, on a scale which could have threatened their prudential soundness. It was necessary to strike a balance in the interests of all the policy holders of insurance companies, and not just a particular subset of policy holders.

Furthermore, I believe that the theoretical conflict is significantly overstated by those who argue for keeping the two forms of regulation separate. After all, the ultimate purpose of setting prudential standards for banks and insurers is to make them reasonably safe homes for deposits or for long term savings. Prudential regulation does not seek to achieve some higher good, unrelated to the interests of customers of financial institutions. So, properly understood, the objectives of the two forms of regulation are quite compatible. And the FSA has not in practice found itself riven with internal conflicts.

But how did we organise the new authority to allow it to carry out these two parallel roles?

The first important point to make relates to the structure of the new legislation itself. Under the Financial Services and Markets Act 2000 the FSA is given four statutory objectives. The first would be found in most financial regulators, in one form or another. It is to maintain confidence in the UK’s financial markets. The fourth was to reduce financial crime, designed to cover the authority’s powers in the areas of money laundering and insider dealing in particular. Objectives two and three, which need to be read alongside each other, cover the consumer protection responsibilities. They are to protect consumers of financial services, and to promote public understanding of the financial system. The consumer protection objective itself is accompanied by a caveat, to the effect that the authority should bear in mind that consumers are responsible for informing themselves about the risks involved in financial decisions. So there is a caveat emptor qualification at the heart of the legislation.

The way these objectives are drafted, and their appearance in parallel in the statute, points towards a regime with a strong informational content. It points towards an approach which is based on ensuring that consumers are given clear information about the terms of the financial products and services they “buy” and the risks inherent in those transactions.

Unfortunately, it is very clear that most consumers find it difficult to understand the fine print, or even the headlines of the information they are given, and find it hard to understand the concept of financial risk. A quite recent FSA study, for example, showed that if asked whether they thought an index tracking investment fund was subject to stock market risk, 60% of investors thought it was not. So requiring firms to provide clear information is not enough, unless consumers are also properly educated to understand that information, and that is a long term project. As a result, the UK regime includes a number of requirements on firms themselves, if they are giving financial advice in particular, to inform themselves about the consumer’s financial position and to meet suitability requirements. In other words, firms can

be disciplined if they sell products which they know to be unsuitable for the financial circumstances of the consumer, even if that consumer is him or herself prepared to take on the risks involved.

So the regime involves a balance of information requirements, together with obligations placed on firms. Those who are interested in the detail can spend many happy hours interacting with the FSA's rather voluminous rule book!

The next question we needed to resolve, after the legislation and the overall character of the regime we wished to introduce, was the way in which the authority should be structured to deliver these objectives. Our first conclusion was that we ought to establish an FSA consumer panel, made up of consumer representatives, to advise the authority of consumer protection issues. This model was "borrowed" from the old Personal Investments Authority which had introduced such a panel a couple of years before its demise with, we thought, some positive consequences. But the FSA's consumer panel was much broader in scope, looking across the whole financial sector and not simply at the sale of long term insurance policies. (In the end, the requirement to have a consumer panel was put into the legislation, but that happened after the FSA had itself set up the panel on the non-statutory basis). The consumer panel sits alongside a practitioner panel, and both are formally required to be consulted in relation to any new regulatory initiative.

But there is an important difference between the two: the arrangements are deliberately asymmetrical. The practitioner panel is organised by the financial firms themselves, which also provide some support for it. The consumer panel has always been staffed and funded by the FSA itself, on the grounds that consumer groups in the financial services sector were not staffed and structured in a way which allowed them to respond effectively to the consultation exercises which the authority was required to conduct, on a particularly intensive frequency as the new legislation was implemented. Financial market practitioners accepted this asymmetry, for which they could see a reasonable argument. The panel has, I believe, established itself as an important part of the regulatory landscape, and has moved from being largely responsive in nature, to being a body which carries out research and analysis of its own in a way which influences the development of the regulatory regime.

The consumer panel is, if you like, half inside and half outside the FSA. Within the authority itself we introduced a Consumer Director. The first holder of that position was Christine Farnish, who is now the Director General of the National Association of Pension Funds. The second was Anna Bradley, who had previously been the Director of the National Consumer Council. One way of thinking about the role of the Director of Consumer affairs in the authority was that she (while I was Chairman it was always she) acted as a kind of conscience of the authority. The Consumer Director was entitled to be involved in all policy making and sat as a member of the main Executive Committee of the FSA. Her staff were consulted on new regulatory requirements in all areas. But the Consumer Directorate had other important roles as well.

We also made the ambitious decision that the FSA should provide 'direct to consumer' information. The authority now publishes a wide range of fact sheets on different financial products, which attempt to explain in clear language what those products are for, who should

consider using them, and how the benefits and risks should be assessed. There is a very comprehensive website with a wide range of frequently asked questions and answers on all types of financial transactions. There are self-help calculators, allowing people to determine the amounts they should save to reach particular outcomes in terms of pension provision or mortgage protection. And there is a very extensive set of comparative tables of different financial products and services, with the terms and conditions, interest rates or payouts listed in an easy to compare format. The financial industry itself was at the outset very nervous about introduction of these comparative tables, as indeed were some members of the board of the authority. But they have become a very useful source of information both for consumers themselves and for financial market intermediaries.

We also decided that we had to make a start on improving financial literacy, which was a particular problem in the United Kingdom. There is some evidence that UK consumers are, on average, significantly less financially literate than those in Australia, for example, which is in other respects a rather comparable country. Initially, the financial sector was very reluctant to see the FSA move in this direction. The first response from the practitioner panel to suggestions that a proportion of the fee income provided by financial firms (all of the FSA's income comes directly from the financial sector itself) should be spent on financial education and what is now called developing financial capability was hostile. A couple of years later, when members of the panel began to see more clearly that there was a trade off between investment in financial capability on the one hand, and lightening of the burden of direct regulation on the other, practitioner representatives became more sympathetic to investment in this activity.

The establishment of the FSA also coincided with some changes in the school curriculum. Survey evidence suggested that young people in Britain wanted to know more about how to manage their finances. Indeed surveys showed that they attached a higher priority to financial literacy than to sex education or information about drugs. The Government considered but rejected the idea of making the promotion of financial literacy an explicit and specific requirement on Schools, but did agree that financial literacy should be part of the 'citizenship' element of the National Curriculum, which all schools in the UK are obliged to deliver. At the FSA we therefore set out to provide curriculum materials which could be used by schools. (As a related exercise, the Chancellor of the Exchequer asked me to carry out a review, on a personal basis, of enterprise education in British schools which revealed that UK teenagers were in principle enthusiastic about business creation, but felt that they did not have the basic tools in terms of financial understanding to give them the confidence to start up their own businesses).

Three sets of curriculum materials were devised in the early years. One of them was a very basic tool for use in primary schools: "Mega Money" based on large cardboard coins and a variety of games. For the early teenage years there was a somewhat more sophisticated package and for 15 to 18 year olds a more complex set of materials called "Making the Most of it", which tried to generate interest in that age group by linking financial concepts to subjects which are of more consuming interests to teenagers. For example, insurance concepts were built around some material on HIV and AIDS. Was it reasonable for insurance companies to use genetic testing to determine whether they would accept people

for health insurance? That is an ethical issue which teenagers are keen to debate, but which also introduces them to the understanding of what insurance projects are trying to achieve. I believe that all of this work hung together quite well, and was integrated into a coherent strategy. But there is no doubt that the time scales attached to the different strands of work were very different. A requirement on firms in relation to suitability could be imposed more or less overnight. New information could be provided to consumers quite quickly, too. But the process of building financial capability in the population as a whole, beginning in schools, is an investment where the payback period is measured in decades. It is also fair to say that the FSA's own work, in the early years, was perhaps not as well integrated with the efforts of others in this area as it might be. So my successors have built a more comprehensive financial capability framework, with a steering group involving people from the industry, other consumer groups and charitable organisations with an involvement in the area, to produce a more comprehensive national approach to building financial capability. Once again, those with a particular interest can find this material on the FSA's website.

Finally, we needed to decide how far to pull the different factors of supervision together.

Initially, we had separate teams handling the prudential and conduct of business work. Then, as an experiment, we brought the two strands together in the case of a small number of the largest firms – which were supervised by a group of staff with complementary skills. This turned out to work well, so the FSA has gradually implemented 'one-stop' supervision for more and more firms. Staff found it possible, and indeed more interesting, to handle both types of work.

Combining the two has the benefit of emphasising the ultimate purpose of prudential supervision, and ensuring that it does not become a rarefied activity, remote from the real world. Being involved in consumer related issues improve the quality of work done by institutional supervisors. It is often the case that firms who treat their customers badly are poor managers of other parts of their business as well. So supervisors with an integrated view of the institutions in their care will often be more effective all round. And it means that the financial supervisor has a higher and very different profile than it would otherwise have. That brings some challenges in its wake. The press coverage associated with the FSA increased on a log scale for the first five years of its existence, as people came to understand the significance of its policies and actions for individuals. There were times when I regarded this as very much a mixed blessing, especially when I sat in Parliament being harangued by MPs inviting me to comment on individual cases affecting their constituents. But, on balance, it made for a more interesting life, and caused one to feel, on occasion, that one was able to make a real difference to the financial circumstances of ordinary people. That is, ultimately, very rewarding.

So in spite of the difficulties, and the long time scales involved, I am personally entirely unrepentant about the decisions to integrate consumer regulation into a single authority alongside prudential supervision.

Del III. Interne perspektiver på Kredittilsynets virksomhetsområder

Kapittel 10

EMIL STEFFENSEN OG METTE ROLLAND

Utviklingen i finansmarkedene – utfordringer for Kredittilsynet fremover¹

Emil Steffensen er leder av Seksjon for dokumentbasert tilsyn og analyser, Avdeling for finans- og forsikringstilsyn i Kredittilsynet. Mette Rolland er spesialrådgiver og leder av Gruppe for makroøkonomisk overvåking ved samme seksjon.

1. Innledning

Finanssektoren har vokst sterkt både i Norge og andre land, og betydningen av et stabilt og effektivt finansielt system for vekst og velferd har økt. Myndighetenes arbeid for å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder har derfor også blitt viktigere. I denne artikkelen skisseres noen viktige utviklingstrekk, og utfordringer som disse representerer for Kredittilsynets virksomhet de nærmeste årene.

Rammebetingelsene for de private aktørene i finansmarkedene er i endring. Utvikling i teknologi, reguleringer, demografi, sparing og næringsliv har de siste tiårene ført til store strukturelle endringer både i norsk og internasjonal finansnæring. Disse drivkreftene vil fortsatt spille en viktig rolle. Konjunktursituasjonen og konjunkturutsiktene er også av sentral betydning for utviklingen i finansmarkedene. Lav inflasjon og lave renter har de senere årene lagt grunnlag for viktige utviklingstrekk i finans- og boligmarkeder. Strukturelle endringer i finansmarkedene skjer normalt langsomt. Konjunkturbildet kan imidlertid endre seg raskt gjennom uforutsette makroøkonomiske sjokk og smittevirkninger fra realøkonomi til finansmarkeder og mellom ulike nasjonale finansielle markeder.

¹ Artikkelen bygger på rapport fra en intern arbeidsgruppe i Kredittilsynet, ferdigstilt i april 2006. I gruppen deltok Anne Stine Aakvaag, Dag Bjørneseth, Trond-Arne Borgersen, Knut Godager, Merete Myhrstad, Mette Rolland, Per T. Simonsen, Eirik Solem og Emil Steffensen (leder). Rapporten ble utarbeidet som del av det forberedende strategiarbeidet og bygger på interne og eksterne analyser.

Gjennom handel, kapitalstrømmer og grensekryssende etableringer er landenes økonomi og finansmarkeder tettere sammenvevde enn tidligere. Norsk økonomi påvirkes i vesentlig grad av utviklingen internasjonalt, både gjennom realøkonomiske kanaler og gjennom internasjonale kapitalmarkeder. Norske finansinstitusjoner har betydelige beholdninger av utenlandske verdipapirer, samtidig som utenlandske finansinstitusjoner konkurrerer innenfor de fleste delene av det norske finansmarkedet. Vurderinger av situasjonen i norsk finansnæring må derfor også knyttes til internasjonal konjunkturutvikling og til strukturelle endringer i internasjonale finansmarkeder.

I avsnitt 2 gis det en kort vurdering av den aktuelle situasjonen i norske finansmarkeder. Uviklingen i konjunkturer og verdipapirmarkeder, med vekt på utviklingstrekk av særlig betydning for finansmarkedene, drøftes i avsnitt 3. Deretter gjennomgås viktige drivkrefter for strukturelle endringer i de norske finansmarkedene. I femte avsnitt pekes det på noen utfordringer som tilsynsmyndighetene på bakgrunn av utvikling i konjunkturer og strukturendringer vil stå overfor de nærmeste årene.

2. Situasjonen i norske finansmarkeder

Det norske finansmarkedet er kjennetegnet ved et vesentlig innslag av blandede finanskonsern og et høyt innslag av utenlandsk eide institusjoner. Bankene har en dominerende posisjon innenfor finansiering av husholdninger og næringsliv, selv om større norske foretak tradisjonelt har hentet inn betydelig kapital over internasjonale kapitalmarkeder. Norske verdipapirmarketers betydning er imidlertid økende.

Gunstig konjunkturutvikling i norsk økonomi har bidratt til høy lønnsomhet i bankene de senere årene. Også internasjonalt er bankenes lønnsomhet god. Resultatene i norske banker er gode i hovedsak som følge av lave utlånstap og kostnadseffektivisering. Det lave rentenivået og aktiv konkurranse har presset bankenes rentemarginer ned. Dette har i en viss grad blitt motvirket av meget sterk utlånsvekst, samtidig som relativt mer av bankenes inntekter kommer fra andre aktiviteter. Fortsatt finansieres en stor del av utlånene med innskudd. Bankenes soliditet er tilfredsstillende. Kjernekapitaldekningen er imidlertid synkende, samtidig som tapsavsetningene ikke lenger inneholder noen reserver mot fremtidige tap. Bankenes aktiviteter er i vesentlig grad knyttet til eiendomsmarkedene, og boliglån har vokst sterkt i flere år. I den senere tiden har også utlån til næringslivet økt kraftig.

Forsikringsselskapenes lønnsomhet avhenger i vesentlig grad av utviklingen i norske og internasjonale verdipapirmarkeder. Både skadeforsikringsselskapene, livsforsikringsselskapene og pensjonskassene har størstedelen av forvaltningskapitalen plassert i aksjer og rentepapirer, hvorav en betydelig del i utenlandske verdipapirer. Noe av kapitalen er også plassert i eiendom. Forsikringsselskapene reduserte sine aksjebeholdninger betydelig da IT-boblen brast og aksjemarkedene stupte i 2000, men har de siste årene økt aksjeandelen gradvis. Som følge av oppgang i aksjemarkedene de siste årene, har forsikringsselskapenes resultater vært gode. Den forsikringsmessige virksomheten er også av stor betydning for resultatene. Lave skadeutbetalinger har bidratt til særlig sterke resultater innenfor skadeforsikring. Det lave rentenivået gir imidlertid forsikringsselskapene lave inntekter fra sine betydelige beholdninger av rentepapirer.

Verdipapirmarkedenes betydning som finansieringskilde og som investeringsalternativ er økende. Særlig når det gjelder egenkapitalinstrumenter har volum og likviditet økt betydelig de senere årene. Den utenlandske eierandelen på Oslo Børs er betydelig. Den meget sterke utviklingen i aksjekurser og omsetning av aksjer på Oslo Børs har lagt grunnlag for god inntjening i verdipapirforetakene og i forvaltningsselskapene for verdipapirfond. Høy aktivitet i markedene har også økt behovet for tilsyn med overholdelse av generelle atferdsregler for å sikre markedstillit, særlig i forhold til regler knyttet til ulovlig innsidehandel, markedsmanipulasjon og utilbørlig informasjonshåndtering.

De mange regnskapsskandalene, slik som for eksempel Enron i USA og Parmelat i Europa, har økt oppmerksomheten på betydningen av at selskapene gir korrekt og relevant informasjon gjennom sine regnskaper og på annen måte, og at eierstyring og selskapsledelse utøves på en tilfredsstillende måte. Dette har bidratt til strengere krav til innholdet i den finansielle informasjonen fra børsnoterte selskaper, og strengere krav til revisorenes rolle.

I norsk finansnæring er det også, som internasjonalt, økt oppmerksomhet på at brukerne av finansielle tjenester skal ha korrekt og forståelig informasjon om spare- og finansieringsprodukter fra leverandør og formidler. Større kompleksitet i tilbudet av finansielle produkter har økt informasjonsbehovet betydelig de siste årene.

Norsk finansnæring fremstår som dynamisk og med lav sårbarhet på kort sikt. Næringen er sterkt preget av den meget høye aktiviteten som finner sted i økonomi og markeder, både drevet av meget gunstige makroøkonomiske forhold og pågående strukturelle endringer i finansmarkedene.

3. Utvikling i økonomi og markeder

Norsk økonomi er i 2006 i en meget gunstig makroøkonomisk situasjon med vekst i produksjonen, lav prisstigning og fallende arbeidsledighet. Konjunkturoppgangen har vart siden 2003, og er drevet av høy internasjonal vekst, ekspansiv penge- og finanspolitikk sammen med økte oljeinvesteringer i kjølvannet av den rekordhøye oljeprisen. Lavere renter og skatter har bidratt til å øke husholdningenes forbruk og boliginvesteringer. Dette har gitt høy vekst i tjenesteytende sektorer. Bedre inntjening og høyere kapasitetsutnyttning i næringslivet har etter hvert også ført til oppgang i fastlandsinvesteringene.

Veksten i verdensøkonomien har vært høy de senere årene, og gitt økt etterspørsel etter norske produkter. Globaliseringen, og særlig Kinas medlemskap i WTO, har også hatt en vesentlig betydning. Den økende kinesiske importen av råvarer, og spesielt olje, har bidratt til rekordhøye råvarepriser samtidig som kraftig voksende eksport av billige varer har ført til press nedover på prisene på ferdigvarer. Som følge av strukturen i norsk økonomi, har dette bidratt til bedret bytteforhold med utlandet: Olje og andre eksportvarer er solgt dyrt på verdensmarkedet mens forbruksvarer kjøpes stadig billigere. Dette har ført til svært lav importert prisstigning, som sammen med at stadig flere sentralbanker går over til inflasjonsstyring i pengepolitikken, la grunnlaget for den betydelige rentenedsettelsen fra Norges Bank i perioden fra 2002 til 2004. Gjennom 2005 og 2006 er styringsrenten hevet til 3 prosent.

Den lave renten har bidratt til høy aktivitet i boligmarkedet. Etter tegn til utflating mot slutten av 2005, har boligprisveksten igjen økt kraftig. Utviklingen i boligmarkedet gjenspeiles i kredittmarkedet, der husholdningene fortsetter å øke sitt gjeldsopptak. Kredittveksten til husholdningene har vært svært høy i over seks år, og var i første halvår 2006 om lag 13 prosent på årsbasis. Dette er betydelig høyere enn inntektsveksten. Husholdningenes samlede gjeld har nådd et nivå som er nær det dobbelte av samlet inntekt, og gjeldsbelastningen har passert nivået fra slutten av 1980-tallet. Samtidig har imidlertid også finansformuen økt, slik at husholdningenes netto finansielle formue har steget. Det er imidlertid stor spredning blant husholdningene. De yngste aldersgruppene har den høyeste gjeldsbelastningen, og gjeld høyere enn tre ganger inntekten er ikke uvanlig. Disse husholdningene har samtidig lite finansielle buffere og kan være sårbare selv for små sjokk. De lave rentene har gjort det lettere å betjene høyere gjeld.

Erfaring har vist at utviklingen i boligprisene er hoveddrivkraften bak husholdningenes gjeldsvekst, og at effekten er langvarig. Gjeld og boligpriser er kommet opp på et nivå der et tilbakeslag ikke kan utelukkes, og selv mindre sjokk vil kunne utløse et omslag. Den akselererende veksten i boligprisene, svært høy nybygging og en rekordhøy og voksende gjeldsbelastning øker faren for en hard landing i boligmarkedet. Husholdningenes økonomiske motstandskraft mot negative hendelser avtar jo lengre gjeldsoppbyggingen varer og jo høyere gjeldsbelastningen blir. Sårbarheten forsterkes gjennom den svært lave andelen av lån med fastrente. I tillegg har en betydelig andel av husholdningene høy belåningsgrad på boligen. Det har den senere tiden vært tendens til forlenget nedbetalingstid for boliglån, noe som reduserer husholdningenes fleksibilitet dersom de senere skulle få behov for å redusere avdragene. Gjeldsbetjeningsproblemer i husholdningene vil øke tapene i bankene. Økt sparing og redusert forbruk for å kunne betjene gjelden vil gi ringvirkninger til deler av næringslivet. Formueseffekter i konsumet som følge av eventuell nedgang i boligformue vil gi tilsvarende effekter. For bankene kan slike effekter være vel så viktige som de direkte tapene på boliglån.

Næringslivet har økt låneopptakene kraftig det siste halvåret som følge av oppgang i investeringene. Veksten i kreditt til foretakene, i hovedsak fra bankene, var nær 20 prosent ved utgangen av juni 2006. En del av prosjektene som nå finansieres, kan være preget av oppgangskonjunkturen, og føre til at kapasiteten i deler av næringslivet blir for høy på to-tre års sikt.

Det er ventet moderat vekst i internasjonal økonomi fremover samtidig som norsk økonomi antas å fortsette oppgangen. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til de mellomlangsigte prognosene. Den høye oljeprisen har så langt ikke gitt store utslag i konsumpriser eller produsentpriser, men en viss overvelting av de økte energikostnadene må påregnes fremover. Som følge av at flere sentralbanker styrer pengepolitikken etter et inflasjonsmål, kan sentralbankenes renterespons på oppgang i prisene dempe veksten internasjonalt mer enn lagt til grunn i basisprognosene. USA har lenge vært vekstlokomotivet i verdensøkonomien. Veksten i USA har i stor grad vært drevet av husholdningenes etterspørsel som, kombinert med den betydelige økningen i oljeprisen, har lagt grunnlaget for et rekordstort underskudd i driftsbalansen overfor utlandet. Ubalansene i amerikansk utenriksøkonomi utgjør en vesentlig risikofaktor. Når ubalansene skal korrigeres, kan dette gi opphav til uro i valuta- og finansmarkedene. Et mulig omslag i det amerikanske boligmarkedet er en annen risikofaktor

for utviklingen i internasjonal økonomi. Det kan derfor bli atskillig lavere vekst i verdensøkonomien enn anslått.

Svakere vekst hos viktige handelspartnere vil ha negativ effekt på norsk økonomi gjennom lavere etterspørsel etter norske varer. Dersom en nedgangskonjunktur utløses av at de amerikanske ubalansene korrigeres gjennom ytterligere kraftig dollarfall, vil de negative konsekvensene for norsk økonomi kunne komme både gjennom lavere internasjonal etterspørsel, men også via høyere renter og større volatilitet i finansmarkedene.

Utviklingen i verdipapirmarkedene de senere årene har vært preget av en betydelig nedgang i obligasjonsrentene og store bevegelser i aksjemarkedene. Det er flere faktorer som ligger bak fallet i de lange rentene. Lav prisstigning og forventning om lite inflasjonspress kombinert med høy etterspørsel etter amerikanske obligasjoner bidro til nedgangen. Mye likviditet i markedene trakk i samme retning, og førte samtidig til at spredningen på risikopremien mellom ulike typer rentepapirer krympet betraktelig. Etterkrigstidens store barnekull står på terskelen til pensjonisttilværelsen og sparer mye, noe som bidrar til å holde de lange rentene nede. Økende inflasjonsfrykt har imidlertid ført til en viss oppgang i de internasjonale obligasjonsrentene igjen. Også de norske lange rentene falt kraftig frem til midten av 2005, til et historisk sett lavt nivå, men har siden økt parallelt med de internasjonale obligasjonsrentene. Prognosene peker mot en fortsatt svak oppgang i lange renter fremover. Dersom det har skjedd strukturelle endringer i økonomi og markeder, kan vedvarende lave obligasjonsrenter likevel ikke utelukkes.

De amerikanske og europeiske aksjemarkedene har, etter drøyt seks år, fortsatt ikke gjeninnhentet nedgangen som fulgte i kjølvannet av IT-boblen som brast. Fra 2003 var markedene på en svakt stigende trend, men deler av oppgangen ble reversert etter fallet våren 2006. De nordiske aksjemarkedene har vist betydelig større økning i perioden, og særlig økte de norske aksjene kraftig, til rekordhøye nivåer. Oppgangen i Norge må ses i lys av at Oslo Børs domineres av store eksportselskaper med svært god inntjening som følge av høye priser på råvarer og olje. Mye likviditet i markedet synes også å ha bidratt til oppgangen.

Det er vanskelig å etablere sikre holdepunkter for hva som er korrekte verdisetninger av ulike finansielle instrumenter. En sammenligning av avkastningen på ulike typer investeringer i USA og Norge i et svært langsiktig perspektiv (1900–2005), viser at aksjer har gitt høyere avkastning enn ulike rentepapirer og boliginvesteringer. Aksjeplasseringer er også beheftet med størst usikkerhet. Både aksjer, obligasjoner og plasseringer i pengemarkedet har de siste 25 årene gitt avkastning langt over historiske gjennomsnitt. Slike resultater er imidlertid følsomme for hvilke tidsrom som blir valgt. Korrelasjoner mellom avkastning på samme type instrument i ulike nasjonale markeder, og mellom ulike typer finansielle instrumenter, synes heller ikke å være stabile. Korrelasjonene kan også avhenge av om det er oppgang eller nedgang i markedene.

Konjunkturutviklingen internasjonalt og nasjonalt er av avgjørende betydning for risiko i institusjoner og markeder. Pågående strukturelle endringer i finansmarkedene har imidlertid også vesentlig betydning for risiko og effektivitet i det finansielle systemet.

4. Strukturendringer i finansmarkedene

Høy økonomisk vekst og endringer i teknologi, reguleringer, demografi, sparing og næringsliv representerer viktige drivkrefter for pågående strukturendringer i finansmarkedene. Utvikling i teknologi har redusert betydningen av fysisk tilstedeværelse, mens endringer i reguleringer har redusert etableringshindringer, knyttet nasjonale finansmarkeder tettere sammen og gjort skillelinjene mellom tradisjonelle bransjer i finanssektoren mindre tydelige. Dette har økt konkurransen på de fleste områder i finansmarkedene, og bidratt til utvikling av nye finansielle produkter og tjenester. Samtidig er risikostyring i finansinstitusjonene videreutviklet gjennom bruk av nye teknikker og instrumenter.

Endringene i internasjonale finansmarkeder er omfattende. Bankene har for det første fått større konkurranse fra andre aktører og fra verdipapirmarkedene, og deres rolle endres. Det er videre en pågående prosess i retning av større institusjoner, både innenfor tradisjonelle bransjer og i form av blandede finanskonsern, delvis drevet av underliggende stordrifts- og breddefordeler. For det tredje forsterkes internasjonaliseringen av finansnæringen, selv om konkurransen fra utenlandske aktører på enkelte områder fortsatt er svak. Konsolidering og internasjonalisering preger også utviklingen innenfor systemer for betaling og oppgjør. Det fjerde karakteristiske trekket er økt kompleksitet i finansmarkedene, med mer komplekse produkter, større og mer komplekse institusjoner, mer uoversiktlig fordeling av risiko, mer uoversiktlige sammenhenger mellom ulike markeder og sterkere interaksjon mellom realøkonomien og det finansielle systemet.

Konsolidering kan føre til svekket konkurranse på områder hvor konkurransen fra utenlandske aktører er svak. Dette har på noen områder blitt motvirket av sterk konkurranse fra lokale aktører.

Verdipapirmarkedet som kapitalkilde og investeringsalternativ har økt i betydning, og volum og likviditet særlig i egenkapitalinstrumenter har de siste årene økt betydelig. Siden begynnelsen av 1990-tallet har den generelle veksten i finansnæringen vært sterk, og bankfinansiering har økt vesentlig både i EU og USA. Markedsverdien av aksjer har imidlertid vokst betydelig sterkere, og i USA har også veksten i gjeldsinstrumenter vært meget høy i denne perioden. Selv om bankenes rolle er dominerende, går utviklingen også i Europa i retning av større betydning av verdipapirmarkedene.

I det norske finansmarkedet preges strukturutviklingen av DnB NOR, som er vesentlig større enn de øvrige, noen store allianser (SpareBank 1 Gruppen og Terra-Gruppen) og et betydelig innslag av internasjonalt eide institusjoner, hvorav en økende andel organiseres i form av filialer. Samtidig er et antall mellomstore og mindre aktører enten sterkt knyttet til bestemte regioner eller spesialisert mot enkelte nisjer i markedet. Banker og andre kredittinstitusjoner vil også de nærmeste årene ha en høy andel av finansieringen av foretak og særlig husholdninger. Verdipapirmarkedenes betydning er imidlertid økende, og også i Norge er det i første rekke volum og likviditet i egenkapitalinstrumenter som har vokst sterkt.

Årene som kommer vil være preget av konsekvensene av store og omfattende regelverksendringer, i første rekke basert på nye eller endrede EU-direktiver.

Regelverksendringer er en viktig drivkraft for utviklingen i finansmarkedene, men representerer samtidig en tilpasning til og reaksjon på en pågående utvikling drevet av andre krefter. Nye regnskapsregler (IFRS), nye kapitaldekningsregler for kredittinstitusjoner og verdipapirforetak (Basel II), og etter hvert nye soliditetsregler innenfor forsikring (Solvency II), har stor betydning for institusjonene, strukturen i markedet og for myndighetenes arbeid overfor finansmarkedene. Også EU-kommisjonens arbeid, i samarbeid med banknæringen, for å etablere et felles betalingsområde med felles infrastruktur i Europa innen 2010, vil påvirke struktur og konkurranse. Endringene i pensjonssystemet i Norge vil kunne ha betydelige konsekvenser for spare- og forsikringsmarkedet og konkurranseflatene mellom livsforsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond. Harmonisering av regelverket for mellommenn, utstedere og investorer i verdipapirmarkedene i EØS-landene (MiFID og transparenzydirektivet) vil redusere de rettslige og faktiske terskler for grenseoverskridende virksomhet og filialetableringer på tvers av landegrensene.

Utvikling i sparing er en vesentlig drivkraft for strukturendringer i finansmarkedene. Både omfang og sammensetningen av sparing er nært knyttet til konjunkturutviklingen. Også skattesystemet er av betydning for sparemønsteret. Sparingen i Norge har noen særtrekk sammenlignet med mange andre land; en stor del av sparingen i samfunnet er offentlig sparing, norske husholdningers sparemønster er i stor grad knyttet til realinvesteringer i bolig og fritidseiendom, og lite av den finansielle sparingen plasseres i verdipapirer. Den demografiske utviklingen er ikke minst viktig for sammensetningen av sparingen.

For Norge vil forskyvningen i forholdet mellom yrkesaktive og ikke-yrkesaktive ha betydning både for avveining mellom investeringer i boliger, fritidseiendom og finanskapital, og i sammensetningen av finanssparingen. Den sterke økningen i antallet eldre i Norge vil ikke sette inn før etter 2010, og dette trekker i retning av høy sparing de neste fem årene. Sammen med vedtatte pensjonsreformer og fortsatt god generell økonomisk utvikling vil dette legge grunnlag for en betydelig vekst i finansiell sparing, i ulike forsikringsordninger, verdipapirer og andre spareprodukter.

5. Utfordringer i tilsynet med norske finansmarkeder

Flere utviklingstrekk bidrar til å styrke det finansielle systemet, både internasjonalt og i Norge. Fortsatt gunstig konjunkturutvikling nasjonalt og internasjonalt reduserer faren for at det skal oppstå store problemer i finanssektoren. Økt konkurranse i finansmarkedene bidrar til mer effektiv ressursbruk. Nye finansielle produkter gir forbrukerne bedre muligheter til å tilpasse konsum og sparing, og bedrer foretakenes muligheter til å finansiere sine investeringer. Økt betydning for verdipapirmarkedene gir mindre bankdominerte finansielle systemer og fører til at forbrukere og foretak får flere valgmuligheter i sin tilpasning.

Forbedret risikostyring, gjennom utvikling av nye teknikker og metoder og bruk av nye instrumenter, gir institusjonene bedre grunnlag for å tilpasse kapitalbufferne til den risikoen som institusjonen bærer, og bidrar også til at den samlede risikoen i det finansielle systemet er bedre fordelt. En rekke regelverksendringer øker kravene til korrekt og relevant informasjon om risiko i finansinstitusjoner og om risiko knyttet til ulike typer spare- og investeringsprodukter, noe som bidrar til at forbrukere, investorer og andre markedsaktører

har bedre grunnlag for å treffe korrekte beslutninger. Den økte vektleggingen av etterlevelse av normer og anbefalinger for god selskapsstyring vil også bidra til å øke tilliten til det finansielle systemet.

Utviklingen representerer imidlertid også en rekke utfordringer for tilsynsmyndighetenes arbeid med *finansiell stabilitet og velfungerende markeder*. Norges sterke økonomiske stilling, særlig knyttet til oljeformuen, den gunstige konjunkturutviklingen og en lengre periode med lave utlånstap og høy lønnsomhet i bankene, bidrar til at det er vanskelig både for forbrukere og finansinstitusjoner å opprettholde aktsomhet for nedsiderisiko i økonomi og markeder.

Frem mot 2010 vil det særlig være usikkerhet knyttet til utviklingen i husholdningenes gjeld og boligmarkedene. Den svært høye gjeldsbelastningen, de historisk høye boligprisene og bankenes betydelige eksponering mot boligmarkedet skaper risiko for korreksjoner i markedet, betalingsproblemer for utsatte grupper og ringvirkninger til næringslivet. De meget gunstige makroøkonomiske omgivelsene kan også skape overdreven optimisme og overinvesteringer i næringslivet, og har ført til at mange finansinstitusjoner har lagt opp til kraftig ekspansjon. I en slik situasjon er det viktig for Kredittilsynet å informere om potensiell systemrisiko ved for sterk gjeldsoppbygging.

Erfaringene fra mange land, også de nordiske, viser at kombinasjon av kraftig og vedvarende vekst i kreditt, investeringer og prisvekst i eiendoms- og verdipapirmarkeder øker sårbarheten for makroøkonomiske sjokk i det finansielle systemet. Det kan være vanskelig å identifisere makroøkonomiske ubalanser, som kan bygge seg opp også i perioder med lav og stabil inflasjon. Dette er særlig vanskelig dersom det samtidig pågår strukturelle endringer. Dersom finansinstitusjonene er solide, reduseres faren for at makroøkonomiske sjokk og korreksjoner av ubalanser i aksje- eller eiendomsmarkeder skal føre til alvorlige problemer i det finansielle systemet. Med sterkere ringvirkninger fra realøkonomi til finansmarkedene er det viktig for tilsynsmyndighetene å påpeke mulige konsekvenser av finans- og pengepolitikk på utviklingen av risiko i finansinstitusjoner og finansmarkeder.

Internasjonaliseringen av finansmarkedene og Norges svært åpne økonomi, hvor særlig utviklingen i oljepriser og andre råvarepriser spiller en betydelig rolle, innebærer at smittevirkningene av tilbakeslag i internasjonal økonomi eller korreksjoner i verdipapirmarkedene, vil få betydelige konsekvenser. Det er stor usikkerhet rundt internasjonal konjunkturutvikling, både knyttet til vedvarende høy oljepris og globale ubalanser, samtidig som boligmarkeder og verdipapirmarkeder i mange land har gitt historisk høye avkastninger de siste årene. Selv om det har skjedd store endringer i finansmarkedene de senere årene, blant annet med en sterk vekst av derivater, kan historiske tall inneholde noe informasjon om utviklingen fremover. Dersom det ikke har skjedd fundamentale endringer i markedene eller i sammenhengen mellom markeder og realøkonomi, kan kraftige korreksjoner i avkastningen på ulike typer investeringer, eller endringer i korrelasjoner mellom instrumenter, ikke utelukkes de neste fem årene.

Konsolidering i finansnæringen fører til at risiko konsentreres i stadig større og ofte mer komplekse institusjoner. Et effektivt tilsyn med disse institusjonene blir på denne måten både mer krevende og samtidig viktigere for å overvåke systemrisikoen. Internasjonalisering og

økte krav til lønnsomhet fra markedene bidrar til sterk konkurranse, og vil også kunne føre til at enkelte aktører tar for stor risiko. Den økte betydningen av filialer i det norske finansmarkedet innebærer at tilsynsvirksomheten i mindre grad kan forankres i en norsk konsesjon og at tilfredsstillende soliditet må sikres i nært samarbeid med tilsynsmyndighetene i filialenes hjemland. En tilfredsstillende overvåking og tilsyn med det samlede finansmarkedet i Norge vil således i noe større grad enn tidligere måtte baseres på atferd og produkter og vil forde effektivt samarbeid mellom myndighetene i de berørte landene.

De nye og komplekse reglene for kapitaldekning som vil gjelde for kredittinstitusjoner, og etter hvert også for forsikringsselskaper, innebærer at tilsyn med institusjonenes egne kontroll- og risikostyringsystemer blir mer omfattende og inngående. Tilsynsmyndighetene må fortsatt ta stilling til den faktiske risiko institusjonen står overfor. Utviklingen av avanserte modeller for styring og måling av risiko i finansinstitusjonene, mer avansert teknologi og flere instrumenter for å tilpasse risiko, gjør det imidlertid mer krevende for tilsynsmyndighetene å vurdere så vel kvaliteten på systemene som den underliggende risiko i den enkelte institusjon og i det finansielle systemet som helhet. Dersom modeller benyttet i risikostyring og kapitalallokering i storparten av institusjonene skulle ha felles svakheter på grunn av samme modellstruktur og datagrunnlag, kan dette gi opphav til ubalanser som følge av ensartet institusjonsatferd. Økt bruk av avanserte modeller innenfor risikostyring og kapitalberegninger øker kravene til tilsvarende kompetanse og arbeidsmetoder i Kredittilsynet.

Nytt kapitaldekningsregelverk, nye regnskapsregler og økt bruk av virkelig verdi samt endringer i tapsregelverket vil kunne føre til at kredittinstitusjonenes atferd forsterker konjunktursvingningene, såkalt prosykklialitet. Det vil være en betydelig utfordring for myndighetene å påse at kredittinstitusjonene i sin kapitalplanlegging i tilstrekkelig grad tar hensyn til faren for nedgangsperioder i økonomien, og at de er tilstrekkelig kapitalisert til å gjennomleve lengre nedgangsperioder med svak tilgang på ny kapital. Det vil også være en utfordring for myndighetene å påse at livsforsikringsselskapene både under gjeldende regelverk og når nytt soliditets- og regnskapsregelverk innføres, har tilstrekkelig risikobærende evne til å kunne oppnå en tilfredsstillende langsiktig avkastning i sin kapitalforvaltning.

Også innenfor arbeidet med *velfungerende markeder* vil tilsynsmyndighetene stå overfor viktige utfordringer. Et verdipapirmarked som fungerer som en stabil og konkurransedyktig kapitalkilde for næringslivet, forutsetter at investorenes interesser er ivaretatt og at investorene har tillit til markedets funksjon. Et marked som nyter tillit vil være preget av bredt eierskap, innslag av utenlandske eiere, god informasjon, markedsriktige priser og god likviditet. Investor må også være sikret at mellommenn og distributører overholder gode atferdsregler og at gjennomføring av transaksjoner og oppgjør skjer på en sikker måte. Med høy aktivitet i eiendoms- og forsikringsmarkeder vil det være viktig å påse at også eiendoms- og forsikringsmeglere overholder gode atferdsregler.

Åpenhet og transparens har betydning for tillit til foretak og markeder. Det er svært viktig at investors tilgang til tidsriktig og relevant informasjon er sikret, og at det er tillit til utstederforetakenes periodiske og løpende informasjon. Nye regnskapsregler og økt bruk av virkelig verdi vil bidra til dette. Regulering og oppfølging av utstederforetakenes

informasjonsgivning og strenge krav til revisors rolle som ledd i kvalitetssikringen av dette, er sentralt for markedets funksjon.

Nye finansielle produkter innebærer at informasjon om egenskaper, risiko og avkastning blir viktigere. Betydning av korrekt og relevant informasjon er særlig viktig i den grad husholdningene bærer større del av den finansielle risikoen knyttet til finans- og forsikringsprodukter. For institusjonene som utsteder slike produkter vil det være en betydelig renommérisiko knyttet til markedsføring og salg.

Kredittilsynet har fått økte oppgaver knyttet til verdipapirmarkedet. Direkte tilsyn med utstederforetakenes regnskapsrapportering, ansvar for prospektkontrollen og håndheving av reglene knyttet til markedsaktørenes atferd setter nye krav til kompetanse, virksomhet og rutiner i tilsynsvirksomheten. Som ledd i Kredittilsynets virksomhet på dette området, vil det også være behov for en systematisk kartlegging av utviklingen i verdipapirmarkedene.

Operasjonell risiko har fått økt aktualitet og større oppmerksomhet som følge av økt bruk og avhengighet av informasjons- og kommunikasjonsteknologi. Både finansinstitusjonene og verdipapirmarkedet er svært avhengig av en stadig mer kompleks IKT-infrastruktur for å utføre oppgjør, betalinger og andre tjenester. Den enkelte virksomhet har i stor grad utkontraktert den løpende driften til spesielle IKT-leverandører. Etablering av nye elektronisk baserte kanaler for distribusjon av produkter og tjenester direkte til kundene, øker avhengigheten av at IKT-løsningene fungerer tilfredsstillende. Konsekvensene av svikt i regulariteten i disse vil bli store for kundene. Samtidig er det klare tegn til at organisert kriminalitet utfordrer IKT-løsningene og utsetter både institusjoner og brukere for risiko for å bli svindlet. Utfordringene knyttet til operasjonell risiko stiller i første rekke økte krav til kompetanse og intern kontroll i institusjonene selv, men også til Kredittilsynets kompetanse og kapasitet når det gjelder overvåking av denne typen risiko.

6. Avslutning

Utviklingen i finansmarkedene både internasjonalt og i Norge preges av høy innovasjonstakt og sterk konkurranse, både på tvers av landegrensener, på tvers av tradisjonelle bransjeskiller innenfor finansnæringen og mellom markeder og institusjoner. Disse utviklingstrekkene gir forbrukere og foretak større muligheter til å foreta en ønsket tilpasning av konsum, investeringer og risiko, og bidrar til et mer effektivt finansielt system. De omfattende strukturelle endringene som finner sted i finansmarkedene skjer under gunstige makroøkonomiske forhold. Lønnsomheten i store deler av norsk finansnæring er god og sårbarheten i det finansielle systemet er liten på kort sikt. På noe lengre sikt representerer den sterke oppgangen i gjeld og boligpriser viktige risikofaktorer. Et eventuelt tilbakeslag i internasjonal økonomi og aksjemarkeder vil ha vesentlige negative virkninger i norske finansmarkeder.

For Kredittilsynet vil det være viktig å bidra til en utvikling i retning av mer velfungerende og effektive markeder til fordel for brukerne av finansielle tjenester. Kredittilsynet må bidra til dette uten at det øker faren for stabilitetsproblemer i det finansielle systemet fordi institusjonene ikke er tilstrekkelig kapitalisert eller at det skapes ubalanser i kreditt-, eiendoms- eller verdipapirmarkeder.

Kapittel 11

EMIL STEFFENSEN

Mål og resultatkrav for finansiell stabilitet og velfungerende markeder¹

Emil Steffensen er leder av Seksjon for dokumentbasert tilsyn og analyser, Avdeling for finans- og forsikringstilsyn i Kredittilsynet.

1. Innledning

Finansiell stabilitet og velfungerende markeder utgjør Kredittilsynets to hovedmål. For Kredittilsynet, som for andre organisasjoner, er det viktig å vurdere i hvilken grad målene for virksomheten er nådd. Kredittilsynets virksomhet bygger på lover og vedtak fra Stortinget, Regjeringen og Finansdepartementet, og Kredittilsynet skal svare både overfor overordnet myndighet, tilsynsenheter og allmennheten for øvrig. Vurdering og dokumentasjon av resultater og måloppnåelse er også nødvendig som grunnlag for eventuelle endringer i virksomhetsutøvelsen på kort sikt, og av mål på lengre sikt. I tillegg er det viktig for tilsynets legitimitet at det blir gjort rede for virksomheten i forhold til mandat og mål.

Det er flere utfordringer for Kredittilsynet forbundet med vurdering av måloppnåelse for virksomheten. Utfordringene gjelder ikke bare for norske tilsynsmyndigheter. Målvurderinger vil kompliseres dersom det er vanskelig å definere målene. I finanstilsyn vil det ofte være flere mål for virksomheten, og i enkelte situasjoner kan det være motsetninger mellom disse. Hensyn til konfidensialitet kan, særlig for finanstilsyn, legge begrensninger på rapportering av måloppnåelse. Målvurderinger vanskeliggjøres også dersom det ikke er stram sammenheng mellom virkemidler og mål. Dette kan blant annet skyldes at virkemidler som andre myndighetsorganer benytter, også har vesentlig innflytelse på tilsynsmyndighetenes mål.

I avsnitt 2 gis en kort fremstilling av Kredittilsynets hovedmål og delmål. Deretter drøftes i avsnitt 3 de virkemidlene som Kredittilsynet har til rådighet og forhold som innebærer at det

¹ Artikkelen bygger på rapporten *Mål og Rapportering – et innspill til Kredittilsynets neste strategiplan*, utarbeidet av en arbeidsgruppe i Kredittilsynet. Rapporten ble sendt på høring i desember 2005 til bransjeorganisasjoner og samarbeidspartnere, og er tilgjengelig på Kredittilsynets nettsted.

ikke er klare sammenhenger mellom tilsynets virkemidler og mål. Et opplegg for samlet vurdering og rapportering av måloppnåelse basert på delmål og indikatorer for finansiell stabilitet og velfungerende markeder, drøftes i avsnitt 4.

2. Kredittilsynets mål

Det finansielle systemet sørger for omfordeling av kapital og risiko og ivaretar betalings- og oppgjørsfunksjoner. En stabil og effektiv finanssektor er nødvendig for at de øvrige sektorene i økonomien skal fungere tilfredsstillende. Det er denne nøkkelrollen for det øvrige samfunn som har ført til at det i de fleste land er mer omfattende reguleringer og mer tilsyn med finansnæringen enn med andre næringer.

Kredittilsynets hovedmål om finansiell stabilitet og velfungerende markeder uttrykker nødvendige egenskaper ved det finansielle systemet dersom dette skal fylle sine samfunnsøkonomiske funksjoner på en tilfredsstillende måte. Hovedmålene er også forankret i ønsket om å beskytte den enkelte forbruker og investor. Målene er brede og overordnede, og kan avledes av de generelle målene som Stortinget og Regjeringen uttrykker for vekst og stabilitet i samfunnsøkonomien, og for en effektiv bruk av samfunnets ressurser.

Hovedmålene er i samsvar med de målene som benyttes av tilsynsorganer i andre land. Det er imidlertid en god del variasjon når det gjelder hvordan målene beskrives. En viktig grunn til dette er at det ikke er etablert entydige, allment aksepterte definisjoner på finansiell stabilitet eller velfungerende markeder. Man har kommet noe lenger når det gjelder finansiell stabilitet. Det finnes mange ulike teorier for hvordan og hvorfor finansiell instabilitet, eller finanskriser, oppstår. Empirisk har det vist seg vanskelig å skille mellom ulike teorier, også fordi det er vanskelig å kvantifisere forskjeller av historisk, kulturell og institusjonell art mellom land, og endringer over tid i institusjonelle og strukturelle forhold. Det er likevel mange fellestrekk i hva som inngår i begrepet finansiell stabilitet.

I vurderinger av finansiell stabilitet må situasjonen både i finansinstitusjonene, i finansmarkedene og i den finansielle infrastrukturen inkluderes. Stabilitetsproblemer kan oppstå som følge av soliditetsproblemer i viktige institusjoner, som følge av ubalanser i markedene, eller som følge av svakheter i oppgjørs- og betalingssystemene. Ofte virker flere av disse faktorene samtidig, og forsterker hverandre. Stabilitetsproblemer er kjennetegnet ved at tilliten til det finansielle systemet svikter. Strukturelle forhold i det finansielle systemet og institusjonelle forhold, herunder ansvarsforhold, samarbeid og rammeverk for overvåking av finansiell stabilitet, regulering og tilsyn med finanssektoren, krisehåndtering samt sikkerhetsnett for finanssektoren, har også betydning for finansiell stabilitet. Disse forholdene benyttes imidlertid sjelden av finansstilsyn i beskrivelse av finansiell stabilitet.

Det er heller ikke noen klar og entydig definisjon av målet om velfungerende markeder som er allment akseptert. Velfungerende markeder er karakterisert ved at atferdsregler for aktørene i markedene overholdes, at det er en god infrastruktur for oppgjør og transaksjoner, at konsumenter og investorer får korrekt og relevant informasjon og at det er effektiv konkurranse i markedene. Vektleggingen av de ulike dimensjonene kan være forskjellig fra

land til land. Velfungerende markeder er kjennetegnet ved at investorene og konsumentene har tillit til markedene og aktørene i markedene.

Vanskelighetene med å etablere entydige definisjoner illustrerer også utfordringene forbundet med å utforme kvantifiserbare og endimensjonale mål på finansiell stabilitet og velfungerende markeder. På dette området er det stor forskjell mellom sentralbanker med inflasjon som operasjonelt mål for pengepolitikken, og tilsynsmyndigheter. Kvantifisering gjennom én eller et fåtall størrelser av graden av finansiell stabilitet og velfungerende markeder, bidrar til å gjøre det lettere å vurdere måloppnåelse. Dette kan bli aktuelt i fremtiden, kanskje i første rekke for finansiell stabilitet. Foreløpig er det imidlertid lite hensiktsmessig å forsøke å kvantifisere måloppnåelse innenfor tilsyn med det finansielle systemet.

Ettersom de brede overordnede målene ikke kan gis et presist innhold, er det for vurdering av måloppnåelse og intern virksomhetsutøvelse ønskelig at de overordnede målene operasjonaliseres gjennom flere delmål. Disse delmålene bør i størst mulig grad dekke de vesentlige elementene som inngår i de overordnede definisjonene. Slike delmål for Kredittilsynets virksomhet vil kunne være²:

- Solide institusjoner og foretak med egnet ledelse, god internkontroll og risikostyring
- Robust infrastruktur som sørger for betryggende oppgjør og betalinger
- Håndterbar risiko i husholdninger og foretak, og god overvåking av risiko i eiendoms- og verdipapirmarkeder
- Tilstrekkelig informasjon til investorer og brukere i finansmarkedet, og god kvalitet på finansiell rapportering fra børsnoterte foretak
- At aktørene i verdipapirmarkedet overholder gjeldende atferdsregler og at en søker å forhindre investoratferd som kan medføre redusert tillit til markeder
- At kritiske situasjoner håndteres med minst mulig skadevirkninger

For finansiell stabilitet dekker delmålene de tre vesentlige elementene institusjoner, infrastruktur og markeder. For velfungerende markeder dekker tre av delmålene henholdsvis infrastruktur, markedsatferd og informasjon. For både finansiell stabilitet og velfungerende markeder gjelder det at Kredittilsynet har en kriseberedskap slik at kritiske situasjoner kan håndteres uten negative ringvirkninger. Delmålene vil ikke dekke alle aspekter av de overordnede målene, og vurdering av måloppnåelse kan derfor ikke utelukkende knyttes til de enkelte delmålene. Selv om målene om finansiell stabilitet og velfungerende markeder i hovedsak vil understøtte hverandre, er det også mulige motsetninger mellom dem. I rapportering av måloppnåelse bør slike avveininger tas hensyn til.

² Disse delmålene er noe forskjellige fra de delmålene som er å finne i rapporten denne artikkelen bygger på (jf. fotnote 1). Delmålene vil også kunne bli endret noe når endelig revidert strategiplan ferdigstilles mot slutten av 2006.

3. Kredittilsynets virkemidler

Kredittilsynets virksomhet er omfattende og krever aktiv bruk av ulike virkemidler, enkeltvis eller i kombinasjon. I en forenklet form kan virkemidlene beskrives som tilsyn, regelverksutvikling, forvaltning og informasjon. I tilsynsarbeidet blir risiko og vesentlighet prioritert.

Tilsyn er Kredittilsynets viktigste virkemiddel, og omfatter både stedlig tilsyn, dokumentbasert tilsyn og internasjonalt samarbeid. I arbeidet med finansiell stabilitet har tilsynsmyndighetene sitt hovedfokus på styring, intern kontroll og soliditet. De større bankene og forsikringsselskapene har en særlig viktig rolle og prioriteres i tilsynsarbeidet, selv om også mindre institusjoner vies oppmerksomhet. Egnede ledelse og god intern kontroll i verdipapirforetak og forvaltningsselskaper bidrar til at disse foretakene overholder gjeldende atferdsregler. Risikostyring i forvaltning av kundemidler er også av stor betydning for målet om velfungerende markeder.

Selv om hovedfokus i arbeidet med finansiell stabilitet er tilsyn med enkeltinstitusjoner, vektlegger flere og flere tilsynsmyndigheter imidlertid også fare for oppbygging av ubalanser i økonomi og markeder når soliditet og lønnsomhet i enkeltinstitusjoner vurderes. Betydningen av makroøkonomiske faktorer og kollektiv risikoskapende atferd for finansiell stabilitet ble demonstrert i Norge og i en rekke andre land som erfarte bankkriser på 1980- og 90-tallet. Krisene hadde ikke sitt opphav i smittevirkninger fra problemer som oppstod i enkeltinstitusjoner, men var i første rekke et resultat av faktorer som berørte utviklingen i vesentlige deler av finansnæringen samtidig. Makroøkonomisk overvåking har siden 1994 vært en del av tilsynsarbeidet i Kredittilsynet.

Forvaltning omfatter blant annet arbeid med konsesjoner og godkjenninger for å drive virksomhet i Norge. Alle som ønsker å starte virksomhet i Norge innenfor Kredittilsynets ansvarsområder, må søke om tillatelse. Arbeidet omfatter også rådgivning ved søknad om etablering, og tolking av lover og regelverk. *Regelverksutvikling* omfatter utvikling og forenkling av regelverket, utarbeidelse av forslag til lover og forskrifter og arbeid i lovutvalg. Kredittilsynet deltar også i internasjonal regelverksutvikling. *Informasjon* skal bidra til åpenhet og forutsigbarhet for brukerne av Kredittilsynets tjenester og medvirke til forståelse for og kjennskap til regelverket og Kredittilsynets rolle som tilsynsorgan. Informasjonsvirksomheten gjelder både overfor tilsynsenheter, andre myndigheter, medier og sluttbrukere.

De lovmessige rammene som foreligger for Kredittilsynets virksomhet gir på mange områder sterke føringer for virksomheten. Det er særlig med hensyn til tilsyn og informasjon at Kredittilsynet selv vil ha stor frihet når det gjelder virksomheten.

Det er ingen entydige og klare sammenhenger mellom Kredittilsynets virkemidler og tilsynets hovedmål og delmål. Andre myndighetsorganer har virkemidler som også har betydning for finansiell stabilitet og velfungerende markeder, og det kan derfor være vanskelig å isolere effektene av Kredittilsynets virksomhet.

Norske myndigheter bidrar til finansiell stabilitet og velfungerende markeder innenfor rammen av Norges internasjonale forpliktelser. EØS-avtalen legger avgjørende føringer på

norske lover og forskrifter og dermed på utviklingen innenfor områdene avtalen gjelder for. I hovedsak må de relevante rettsakter innpasses i norsk rett med begrenset rom for nasjonale tilpasninger. Gode internasjonale regler og standarder kan i seg selv gi viktige positive bidrag til finansiell stabilitet og velfungerende markeder.

Det meste av EU-regelverket innenfor finanssektoren er såkalt minimum-harmonisering – som innebærer at de nasjonale myndigheter kan vedta regler som er strengere enn direktivbestemmelsene. Hensynet til like konkurranseforhold tilsier at man ikke bør vedta strengere regler som vil være en ulempe for nasjonale aktører i konkurransen med aktører fra andre EØS-land. Strengere regler kan gi opphav til regelverksarbitrasje med negative virkninger for det norske finansmarkedet både når det gjelder finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det på enkelte områder kan foreligge nasjonale risikoforhold som tilsier særlige regler eller særlig aktsomhet fra norske myndigheters side.

Stortinget, Regjeringen og Finansdepartementet har det overordnede ansvar for lover og regler for finanssektoren. Når det gjelder utforming av regelverk for finanssektoren, utforming av sikkerhetsnett for finanssektoren, og i forbindelse med konsesjonsbehandling, har tilsynsmyndighetene i hovedsak tradisjonelt hatt en rådgivende funksjon. Innenfor rammen av EU-regelverket har Kredittilsynet likevel ikke ubetydelig mulighet til å påvirke regelverket ved utformingen av forslag til norske regler innen finansområdet.

Stortinget, Regjeringen og Finansdepartementet har også ansvar for finanspolitikken og for retningslinjene for pengepolitikken, mens Norges Bank har det utøvende ansvaret for pengepolitikken. Det er finans- og pengepolitikken som gir de viktigste forutsetningene for finansiell stabilitet, men har også betydning i forhold til målet om velfungerende markeder. Utforming av skattereglene vil blant annet ha betydning for kanalisering av sparing og investeringer. Når det gjelder økonomisk politikk, vil det også kunne være målkonflikter hos de ulike myndighetsorganer, slik som i dagens situasjon med lav inflasjon, høy kredittvekst og sterk oppgang i boligmarkedene, hvor hensynet til finansiell stabilitet tilsier at renten heves raskere enn det inflasjonsmålet tilsier.

Kredittilsynet har alene begrensede muligheter til å sikre finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Både finansiell stabilitet og velfungerende markeder avhenger i vesentlig grad av forhold og handlinger som ligger utenfor tilsynets kontroll. Tilsynets kontakt med og informasjon om foretakene i markedene vil sammen med analyser av viktige utviklingstrekk gi informasjon til stor nytte også for utøvelsen av finans- og pengepolitikken. Kredittilsynet kan gjennom analyser og uttalelser påvirke holdningene hos andre myndighetsorganer, hos markedsaktørene og i allmennheten.

Næringsorganisasjonene vil blant annet gjennom normgivende arbeid påvirke det løpende arbeidet med å sikre at institusjonene i finansmarkedet følger gjeldende regelverk og at det er allmenn tillit til markedene. I tilfeller der næringsorganisasjonene og Kredittilsynet har sammenfallende vurdering, vil gjennomslagskraften i markedet og i allmennheten styrkes. Sterk markedsdisiplin blant aktørene vil igjen kunne medføre redusert behov for konkrete lover og forskriftsbestemmelser.

Det er først og fremst gjennom tilsyn og kommunikasjon med institusjoner og foretak i finansmarkedene at Kredittilsynet kan bidra til å sikre finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Tilsynet med institusjonene bygger imidlertid samtidig på at ansvaret for den forretningsmessige driften ligger hos institusjonenes styre og ledelse. Normalt vil Kredittilsynet avstå fra å gi råd om innretning av forretningsmessig virksomhet. Tilsynet er konsentrert om betryggende soliditet, risikobevisthet, egnet ledelse og rutiner for intern kontroll med virksomheten. Innen disse rammene må det forutsettes at institusjonenes styre og ledelse påser at den løpende forretningsmessige driften skjer i henhold til de reglene som gjelder for virksomheten.

4. Kredittilsynets rapportering av måloppnåelse

Selv om det foreløpig er vanskelig å måle sammenhenger mellom Kredittilsynets mål og virkemidler, bør det likevel rapporteres om vesentlige forhold som knytter seg til hovedmål og delmål, også forhold som ikke er lett å måle. Det vil for Kredittilsynet være mye å vinne gjennom en mer systematisk rapportering direkte i forhold til hovedmål og delmål.

En videre utvikling og regelmessig rapportering av utviklingstrekk i økonomi og markeder basert på relevante indikatorer vil i seg selv bidra til å skape en klarere bevissthet om hvordan tilstanden er, og hvor det kan være behov for å treffe tiltak. Dette kan være tiltak for å unngå en negativ utvikling, eller for å tilstrebe en forbedring. Selve prosessen med regelmessig drøfting av mål og rapportering av resultater kan bidra til en klarere målretting og bedre prioritering av tilsynsaktivitetene.

På de fleste områder både for finansiell stabilitet og velfungerende markeder er det mulig på forhånd å sette opp indikatorer av særlig viktighet. Disse indikatorene bør følges regelmessig i perioden. Særlig på området for finansiell stabilitet er det både i Norge og i mange andre land en velutviklet tradisjon med relevante indikatorer som har vært anvendt over flere år. Indikatorene gir et godt grunnlag for å vurdere forholdene i økonomi, markeder og bransjer under tilsyn. Bruk av indikatorer alene er imidlertid ikke tilstrekkelig for å gi et samlet bilde av situasjonen, og må kompletteres med analyser av nye utviklingstrekk som ikke er dekket gjennom eksisterende sett av indikatorer. På viktige områder benyttes også andre verktøy, slik som stresstester for å beregne effekter på lønnsomhet og soliditet av ekstreme, men ikke usannsynlige, økonomiske sjokk.

Innenfor Kredittilsynets arbeid med finansiell stabilitet benyttes en rekke indikatorer. Disse kan deles inn i fire hovedgrupper:

- Indikatorer som beskriver situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og markeder
- Indikatorer for finansiell sårbarhet i husholdninger og foretak
- Indikatorer for eksponering og sårbarhet i den finansielle sektoren
- Indikatorer som beskriver konkurranseforhold og strukturelle forhold i finansmarkedene

Det er særlig behov for mer systematisk bruk av indikatorer som er godt egnet til å beskrive betydningen på finansiell stabilitet av institusjonelle, strukturelle og konkurransemessige forhold. For konjunkturvurderinger bygger Kredittilsynet på Statistisk sentralbyrå, Norges Bank og OECD.

Når det gjelder velfungerende markeder er det ikke en tilsvarende bred tradisjon å bygge på. Det er behov for en nærmere kartlegging der ulike indikatorer testes både gjennom internasjonale sammenligninger og på norske tidsserier. Det er flere utfordringer i dette arbeidet. Det foreligger begrenset internasjonalt arbeid på området, og store strukturelle forskjeller mellom markedene i ulike land gjør sammenligninger vanskelige. Indikatorer for velfungerende markeder må dekke både førstehåndsmarkedene og annenhåndsmarkedene, og det må etableres et sett med indikatorer for infrastruktur og oppgjørssystemer. Det vil også utarbeides indikatorer på operasjonell risiko. Det må videre siktes mot å utarbeide indikatorer som beskriver konkurranseforhold, tillit til markedene, samt sentrale indikatorer for avkastning, risiko og likviditet i verdipapirmarkedene.³

I Kredittilsynets arbeid med finansiell stabilitet har utviklingen i verdipapir-, eiendoms- og andre formuesmarkeder stått sentralt. Indikatorer som beskriver situasjonen i disse markedene, herunder mulige ubalanser, utgjør en viktig del av settet av indikatorer for finansiell stabilitet. Som følge av verdipapirmarkedenes økte betydning som sparealternativ og finansieringskilde, er det nødvendig å utvikle et bredt sett av indikatorer for velfungerende markeder som dekker markedsatferd, informasjon, oppgjør og konkurranse.

Ved rapportering av måloppnåelse bør det etableres et *opplegg for en samlet årlig vurdering* av den faktiske situasjonen når det gjelder finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Rapporteringen må ta utgangspunkt i en beskrivelse basert på indikatorer, og situasjonen må vurderes i forhold til hovedmål og delmål. Bruk av indikatorer for å gi en beskrivelse av situasjonen må suppleres med annen analyse av utviklingstrekk som indikatorene ikke dekker. Utvikling av indikatorene vil måtte skje kontinuerlig, både basert på erfaring og faktisk utvikling, men også som følge av akademisk forskning på de respektive områdene.

Vurderingene av måloppnåelse kan foreløpig utelukkende være kvalitativ. Delmålene for finansiell stabilitet dekker institusjoner, markeder og infrastruktur, og vurderingene av måloppnåelse kan hensiktsmessig gjøres for hver av disse dimensjonene. På samme måte kan vurderingene for velfungerende markeder ta utgangspunkt i delmålene på dette området. Både for finansiell stabilitet og velfungerende markeder må det også redegjøres for kriseberedskap i form av oppdaterte planer og kriseøvelser.

Kredittilsynet offentliggjør årlig i rapporten *Tilstanden i finansmarkedet* sitt syn på situasjonen i institusjoner og markeder, og peker på eventuelle farer for at det kan oppstå finansielle stabilitetsproblemer på kort eller lengre sikt. I Kredittilsynets årsmeldinger gis det også elementer i vurderinger av velfungerende markeder. Etter hvert kan det bli aktuelt å utarbeide en samlet rapport som omfatter en beskrivelse både av finansiell stabilitet og velfungerende markeder. I rapportering av måloppnåelse på de to områdene må vurderingene knyttes direkte til de beskrivelsene som er gjort på forhånd av situasjonen på områdene som hovedmålene dekker. Rapporteringen må for hvert av områdene gi en forklaring på avvik mellom faktisk situasjon og situasjonen slik den ble vurdert *ex ante*. Det vil være nødvendig å

³ For en nærmere oversikt over indikatorer for finansiell stabilitet som benyttes av Kredittilsynet, se *Tilstanden i finansmarkedet*, som er tilgjengelig på Kredittilsynets nettsted. Rapporten *Mål og Rapportering – et innspill til Kredittilsynets neste strategiplan* (jf. fotnote 1) inneholder eksempler på indikatorer for velfungerende markeder.

gi en beskrivelse av andre myndigheters virkemidler på områder som har vesentlig betydning for Kredittilsynets måloppnåelse, eventuelle makroøkonomiske sjokk som har inntruffet og betydningen av disse på finansmarkedene.

Særlig innenfor finansiell stabilitet vil det være Kredittilsynets oppgave å peke på hendelser og farer som ikke er de mest sannsynlige, men som vil ha stor betydning dersom de likevel skulle inntreffe. Både hos tilsynsmyndigheter og i finansinstitusjonene er stress tester og ”worst-case”-scenarier sentrale verktøy. I Kredittilsynets rapportering av måloppnåelse vil det være viktig å redegjøre for både den mest sannsynlige utviklingsbane og mer alvorlige, men mindre sannsynlige utfall.

For begge hovedmålene bør rapporteringen være tilstrekkelig tydelig når det gjelder tidsperspektiv, både når det gjelder situasjonen i markeder og institusjoner og virkningene av Kredittilsynets virkemidler. Endringer i risiko i det finansielle systemet, strukturelle endringsprosesser i markedene og virkninger av endringer i regelverk, tilsyn og andre virkemidler, kan ta lang tid. Endelige vurderinger av måloppnåelsen må derfor ofte gjøres i forhold til et noe lengre tidsperspektiv.

5. Avslutning

Det er ønskelig at Kredittilsynets virksomhet skal kunne vurderes i forhold til de overordnede målene om finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Kredittilsynet skal svare både overfor overordnet myndighet, tilsynsenheter og allmennheten for øvrig. Det er en rekke utfordringer forbundet med vurdering av måloppnåelse innenfor finansielt tilsyn. Det er foreløpig vanskelig å peke på klare og entydige definisjoner av finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Det er delvis av denne grunn ikke mulig å oppsummere finansiell stabilitet eller velfungerende markeder i enkle kvantifiserbare størrelser. En vesentlig del av Kredittilsynets virksomhet er også av preventiv karakter. Graden av måloppnåelse kan derfor ofte bare avleses i form fravær av hendelser, slik som fravær av kriser og utilbørlig markedsatferd. Det er heller ingen klar sammenheng mellom hovedmål og Kredittilsynets virkemiddelbruk i det enkelte år. En rekke faktorer som Kredittilsynet har begrenset innflytelse på, slik som penge- og finanspolitikk og utforming av regelverk, vil ha stor betydning for hovedmålene.

Et opplegg for en mer systematisk vurdering av måloppnåelse er likevel ønskelig. Kredittilsynet vil gjennomføre vurderinger av måloppnåelse med utgangspunkt i regelmessige, samlede beskrivelser av den faktiske situasjonen både når det gjelder finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Dette vil kreve en videreutvikling av bruk av indikatorer, særlig for velfungerende markeder. En mer systematisk vurdering av måloppnåelse vil også kreve at de brede og overordnede hovedmålene for virksomheten operasjonaliseres gjennom delmål for finansiell stabilitet og velfungerende markeder. Ettersom det ikke er klare og entydige sammenhenger mellom Kredittilsynets virksomhet og den samlede situasjonen i det finansielle systemet, kan måling av kvalitet på virkemidlene være et viktig supplement også i vurderingen av målene finansiell stabilitet og velfungerende markeder.

Kapittel 12

ERIK LIND IVERSEN

Risikobasert tilsyn – utvikling av nytt verktøy

Erik Lind Iversen er tilsynsrådgiver og nestleder i Avdeling for finans- og forsikringstilsyn i Kredittilsynet.

1. Bakgrunnen

Risikobasert tilsyn er en tilsynsmetode hvor tilsynsmyndighetene forsøker å identifisere de viktigste risikoene en institusjon står overfor. Hensikten er å finne ut hvilken risikoeksponering institusjonene har, og hvordan disse risikoene styres og kontrolleres. Metoden ble først utviklet i USA på 1980-tallet, fordi problemer i en rekke banker der gjorde det nødvendig å tenke nytt. Inspeksjoner som tidligere i stor grad var manualstyrt, transaksjonsorientert og svært ressurs- og tidkrevende, ble lagt om til å konsentrere oppmerksomheten om de viktigste risikoene i den enkelte institusjon. Dette ble gjort for å utnytte knappe ressurser best mulig. I Kredittilsynet ble det i forbindelse med arbeidet med strategiplanen 1998–2001 vedtatt å starte et strategisk prosjekt, ”Målretting av tilsynsarbeidet mot viktige risikoområder”. Dette arbeidet besto blant annet i en kartlegging av tilsynsarbeid og metoder i andre land som USA, Storbritannia og de øvrige nordiske land. Samtidig ble det klart at arbeidet med de nye kapitaldekningsreglene Basel II¹ også ville inneholde nye krav til tilsynsmyndighetene gjennom Pilar II² som trakk i retning av et mer risikobasert tilsyn. Som et resultat av dette prosjektet ble det vedtatt å legge om tilsynsmetodene mot et risikobasert tilsyn.

2. Om arbeidet med å utvikle det risikobaserte tilsyn

Utviklingen av risikobasert tilsyn kunne i utgangspunktet skje på ulike måter. Det var mulig å benytte konsulentselskaper, kopiere opplegg fra andre lands tilsynsmyndigheter eller man kunne gå den lange veien og utvikle det risikobaserte tilsyn på egen hånd. Det ble besluttet å

¹ Nye retningslinjer for kapitaldekning fra Baselkomiteen for banktilsyn.

² En del av det nye kapitaldekningsregelverket som omhandler vurdering av samlet kapitalbehov og individuell tilsynsmessig oppfølging.

utvikle det risikobaserte tilsyn ved å benytte egne krefter. Det ble ansett som viktig at brukerne av det nye verktøyet også var med på utvikle det. Nytt tilsynsverktøy skulle ikke fremstå som en revolusjon, og det som var bra med det tidligere tilsynsarbeidet skulle tas med inn i det nye opplegget.

Det ble nedsatt ulike interne arbeidsgrupper for å utarbeide opplegg for de ulike risikotyper eller såkalte risikomoduler. Denne beslutningen bygget også på erfaringer fra andre land som hadde valgt å kjøpe inn nytt tilsynsverktøy fra konsulentselskaper og som fikk problemer med å få aksept for nye tilsynsmetoder hos de ansatte. Det ble vurdert som helt sentralt at det nye tilsynsverktøyet måtte ha en sterk forankring i egen organisasjon. De viktigste risikoene for finansinstitusjoner er kreditt-, markeds-, likviditets- og operasjonell risiko. For å kunne vurdere de blandede konsernene, ble det senere nedsatt en arbeidsgruppe for forsikringsrisiko, det vil si risikoen for at premiene ikke dekker erstatningene. Arbeidsgruppene skulle utarbeide moduler for den enkelte risiko som skulle sette Kredittilsynet i stand til å kartlegge risikonivå og styring og kontroll i den enkelte institusjon.

3. Tilknytningen til Basel II og kapitaldekningsdirektivet (CRD³)

Et av formålene med det nye kapitaldekningsregelverket – Basel II, er å bedre risikostyring og kontroll i finansinstitusjonene. Regelverket inneholder derfor både insentiver og krav som skal bidra til dette.

Pilar II er basert på fire hovedprinsipper:

- Institusjonene skal ha en prosess for å vurdere samlet kapitalbehov i forhold til risikoprofil og en strategi for å opprettholde sitt kapitalnivå.
- Tilsynsmyndigheten skal evaluere institusjonens bedømmning av kapitalbehovet og dens interne kapitalvurderingsprosess, og treffe tiltak om nødvendig.
- Tilsynsmyndigheten skal legge til grunn at institusjonene har en kapitaldekningsgrad som ligger over minimumskravet til kapitaldekning.
- Tilsynsmyndigheten skal gripe inn på et tidlig stadium for å forhindre at kapitalen faller under det minimumsnivå som kreves for å ivareta institusjonens risikoeksponering og treffe tiltak dersom nivået på ansvarlig kapital ikke opprettholdes.

Disse fire hovedprinsippene er også nedfelt i kapitaldekningsdirektivet og i lov og forslag til forskrifter i Norge som vil iverksettes fra 1. januar 2007.

Dette betyr at alle institusjoner må etablere en prosess for å vurdere sitt behov for ansvarlig kapital i forhold til sin risikoprofil. De viktigste risikoene må identifiseres, måles, overvåkes, styres og kontrolleres av den enkelte institusjon. En beskrivelse av denne prosessen og resultatene av den skal årlig oversendes Kredittilsynet for en nærmere vurdering.

³ Kapitaldekningsdirektivene fra EU. 2006/48/EC og 2006/49/EC.

Kredittilsynet skal gi en tilbakemelding til den enkelte institusjon om kapitaldekningen anses som tilfredsstillende.

Innen EU kom den nye strukturen for utvikling av regelverk for finanssektoren etter Lamfalussy-modellen⁴ på plass i 2005. På banksiden er nivå 3-komiteen CEBS⁵ sentral for utviklingen. Et av målene for CEBS er tilnærming av tilsynsmetodene i Europa, og i regi av CEBS blir det utarbeidet en rekke retningslinjer i forbindelse med det nye kapitaldekningsregelverket. Dette for også å gjøre implementeringen mest mulig lik. Det fremgår av disse retningslinjene at det forventes at tilsynsmyndighetene har utviklet et risikobasert tilsynsverktøy for å vurdere institusjoner under tilsyn. Risikovurderingssystemet – RAS⁶ – skal dekke alle relevante risikoer og styringen med og kontrollen av disse. Eksponering og styring og kontroll skal vurderes separat. Vurderingene skal baseres på både kvantitative og kvalitative faktorer. Det er et mål å gjøre resultatene av vurderingene sammenliknbare mellom de ulike institusjoner. Det skal etableres opplegg for kvalitetskontroll som sikrer kvalitet og konsistens i risikovurderingene. Kredittilsynet har oppnevnt et eget panel som skal sørge for denne kvalitetskontrollen. Tilsynsmyndighetene skal benytte disse risikovurderingene ved gjennomgangen av institusjonens egne vurderinger av kapitalbehov (ICAAP)⁷. Det risikobaserte tilsynsverktøyet i Norge anses å oppfylle de krav som CEBS setter til et slikt system.

4. Nærmere om modulene

Kredittilsynet har utarbeidet moduler for vurdering av:

- Kredittrisiko
- Markedsrisiko
- Likviditetsrisiko
- Operasjonell risiko
- Forsikringsrisiko

Hver modul består av to deler. En for vurdering av institusjonenes risikonivå og en for vurdering av styring og kontroll av den aktuelle risiko. Modulene bygger i hovedsak på internasjonale ”best practice”-standarder og tilsvarende opplegg fra andre lands tilsynsmyndigheter, men også erfaringer fra tilsynsarbeidet. Mest sentrale her er anbefalingene fra Basel og etter hvert anbefalingene fra CEBS. Risikonivået graderes henholdsvis som lav, moderat, betydelig og høy risiko, mens kvaliteten på styring og kontroll graderes som god, tilfredsstillende, mindre tilfredsstillende og ikke tilfredsstillende. Graderingen er viktig for Kredittilsynet ut i fra prioritering og planleggingsformål. Det har vært en del diskusjon når det gjelder å la den enkelte institusjon få kjennskap til sine graderinger. For mye oppmerksomhet rundt selve graderingen kan stenge for en diskusjon om begrunnelsene for den, som bør være sentrale i dialogen med institusjonene. Det er viktigere

⁴ Forslag til ny komitéstruktur i EU.

⁵ Committee of European Banking Supervisors

⁶ Risk Assessment System

⁷ Internal Capital Adequacy Assessment Process

å redusere en eventuell høy risikoeksponering og å bedre svakheter i styring og kontroll enn å diskutere hva som er korrekt gradering. I ”Samlet Risikovurdering” for 2005 ble det likevel valgt å gå åpent ut med graderingene for både eksponering og styring og kontroll, uten at det ble noen hovedsak i den etterfølgende dialog. Modulene for kreditt, markeds- og likviditetsrisiko er tilgjengelige på Kredittilsynets nettsted.

Kredittrisiko

Formål

Formålet med eksponeringsdelen er å:

- Kartlegge og vurdere risikonivået i kredittporteføljen. Kartleggingen vil omfatte kategorisering av kredittengasjementer ut fra sannsynlighet for mislighold, vurdering av sikkerheter og anslag for tap. I tillegg vurderes diversifisering og konsentrasjon i kredittporteføljen.
- Kartlegge og vurdere om engasjementer er verdsatt forsvarlig – det vil si vurdering av om det er behov for ytterligere økonomisk kapital for å dekke tapspotensialet som det ikke er gjort tilstrekkelig nedskrivninger for.
- Vurdere om institusjonen priser risiko riktig.

Kredittrisikomodulen er bygd opp etter et mønster hvor første fase består i å kartlegge og beskrive institusjonens/enhetens risikosituasjon ut fra den dokumentasjon og klassifisering av portefølje som institusjonen selv anvender. I denne fasen benyttes den informasjon som innhentes gjennom varslet, samt regnskapstall som institusjonen regelmessig innrapporterer som del av dokumentbasert tilsyn. Deretter gjøres en selvstendig analyse for å danne et bilde av den faktiske risiko i porteføljen. Viktige hjelpemidler eller verktøy i denne fasen er SEBRA⁸-modellen og gjennomgang av enkeltsaker på stikkprøvebasis. Eksponeringsdelen inneholder fem kapitler: Overordnet forretningsposisjon, konsentrasjon/diversifisering, bedriftsmarked, personmarked og porteføljes robusthet. Styrings- og kontrolldelen av kredittrisikomodulen er delt i seks kapitler:

- Strategi og policies
- Organisering og ansvarsforhold – rutiner og prosedyrer
- Målemetoder
- Overvåkning og rapportering
- Uavhengig kontroll
- Styrets rolle

Vurderingsmetodene i dette dokumentet er hentet fra Basel-dokumenter, men bygger også på erfaringer fra tilsynsarbeidet.

Markedsrisiko

Eksponeringsdelen av markedsrisikomodulen behandler aksjer, renter og valuta. I utgangspunktet beregnes risikoen ut i fra institusjonenes egne vedtatte rammer. Vurderingen

⁸ System for EDB-basert regnskapsanalyse, utviklet av Norges Bank.

baseres på de tre risikofaktorene: Eksponering, Risikospredning og Markedslikviditet. Eksponeringen beregnes ved hjelp av en stresstest med nærmest definerte verdiendringer i aksje-, rente- og valutamarkedene. Risikospredning og markedslikviditet er basert på kvalitative vurderinger. Graderingen er den samme som i kredittisikomodulen. Inndeling av styrings- og kontrolldelen er også den samme som i kredittisikomodulen.

Likviditetsrisiko

I eksponeringsdelen beregnes to likviditetsindikatorer som uttrykker i hvilken grad institusjonenes langsiktige og illikvide eiendeler har finansiering med gjenstående løpetid på mer enn henholdsvis ett år og en måned. En del faktorer som påvirker likviditetsrisikoen i en institusjon, fanges ikke opp av indikatorene. Eksempler på slike faktorer er stabiliteten på kundeinnskuddene, grad av diversifisering av innlån fra kredittinstitusjoner, grad av likviditet i verdipapirporteføljer og omfanget av ubenyttede kommitterte trekkrettigheter. For disse faktorene foretas en mer skjønsmessig vurdering. Graderingen for eksponeringen er også den samme som i de øvrige modulene. Styring og kontrolldelen har samme inndeling som de andre modulene. Denne modulen bygger også på Basel-dokumenter og erfaringer fra inspeksjonsvirksomheten.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko har vist seg som det vanskeligste området å få utarbeidet et tilfredsstillende opplegg på. Den første utgaven av modulen besto av en del med overordnet styring og kontroll, samt en del for IKT. Modulen foreligger nå i omarbeidet versjon, hvor også CEBS-prinsippene for Internal Governance er tatt inn. I tillegg får modulen nå en inndeling i sju ulike taps- og hendelseskategorier basert på Basel- og CRD-regelverket. Inndelingen gir grunnlag for kartlegging og vurdering av institusjonens eksponering mot, og styring og kontroll av operasjonell risiko.

- Internt bedrageri
- Eksternt bedrageri
- Arbeidsmiljø
- Kunder, produkter og forretningspraksis
- Oppgjør, levering og annen transaksjonsbehandling
- Skade på fysiske eiendeler
- Systemsvikt

Graderingen er den samme som for de andre modulene. Det nye opplegget er under testing, og vil bli publisert på Kredittilsynets nettsted når det anses ferdigstilt.

Forsikringsrisiko

Modulene for forsikringsrisiko tar for seg risikoen for at premiene ikke dekker erstatningene. Det er en del for skade- og en del for livsforsikring. Modulen for skadeforsikring er testet i ett selskap, mens livsforsikringsmodulen ennå ikke er ferdigstilt.

Skadeforsikringsmodulen har fire ulike eksponeringsfaktorer:

- Tegningsrisiko
- Konsentrasjonsrisiko
- Beregningsrisiko
- Reassuranse

Styring og kontroll følger i stor grad mønsteret fra de andre modulene, og graderingene er den samme som i de øvrige modulene.

5. Konsekvensene for tilsynsarbeidet

Kredittilsynet har nå gjennom flere år tatt i bruk de nye modulene i tilsynsarbeidet. De fleste av de større bankene er blitt kjent med modulene gjennom inspeksjonsvirksomheten. Tilsynsvirksomheten er blitt mer systematisk og målrettet, men også mer ressurskrevende både for Kredittilsynet og institusjonene. Det innhentes mer informasjon før et stedlig tilsyn enn tidligere, og forberedelsene er grundigere enn før. Skrivebordsarbeidet i forkant av en inspeksjon har økt, og det betyr at inspektørene stiller mer forberedt under inspeksjonen. Ved hjelp av modulene kan Kredittilsynet danne seg et bilde av den enkelte institusjons risikonivå, og kvaliteten på styring og kontroll av de ulike risikoer. Det ligger også en trygghet i at dette er tilsynsmetoder som etter hvert vil anvendes over hele Europa og som følger anbefalingene fra CEBS. CEBS har anbefalt at alle tilsyn skal etablere sine egne risikovurderingssystem (RAS). Dette innebærer et risikobasert tilsynssystem som ved gjennomgangen av institusjonens ICAAP-er skal være utgangspunktet for tilsynsmyndighetenes vurderinger.

Kredittilsynet gjorde i 2005 de første samlede risikovurderinger av de ni største bankkonsernene som en forberedelse til Basel II. Risikovurderingen inneholder følgende deler:

- Finansiell analyse
- Risiko analyse
- Bedømming av risikostyring og kapitalallokering
- Tilsynsmessig oppfølging

Det er meningen at Samlet Risikovurdering skal utarbeides årlig for de største institusjonene og være bakgrunn for tilsynets ICAAP-vurderinger. Samlet Risikovurdering skal forelegges institusjonenes styre for å unngå eventuelle feil og misforståelser og for å være et av utgangspunktene for en dialog med institusjonene. For Kredittilsynet er dette også viktig for planlegging og prioriteringsformål. Det er viktig å anvende ressursene der behovet er størst.

Når det gjelder ICAAP-gjennomgangen for de mellomstore og mindre institusjonene som ikke er gjenstand for regelmessige inspeksjoner, vil den finansielle analysen og risikoanalysen være dokumentbasert og bygge på regnskapsinformasjon og Pilar III-informasjon. Dette vil danne utgangspunktet for ICAAP-vurderingen og tilbakemeldingen fra Kredittilsynet. I sum vil dette kunne representere den forbedring i tilsynsarbeidet som er forutsatt i Basel II.

6. Videreutvikling av det risikobaserte tilsyn

Basel II betyr økt oppmerksomhet på risikostyring og kontroll, både i institusjonene og hos tilsynsmyndighetene. Dette vil føre til forbedringer i metodene for risikostyring. Risikomodulene er ikke ment å være noe sluttprodukt. Det er meningen at disse skal endres kontinuerlig i takt med utviklingen når det gjelder metoder for risikostyring og kontroll. Tilsynsmetodene vil utvikle seg i retning av mer kvantifisering av risiko i tillegg til de kvalitative vurderingene. Institusjonene blir med det nye kapitaldekningsregelverket også pålagt å vurdere andre risikoformer enn de som er nevnt her. Kredittilsynet tar sikte på å utvikle metoder for å vurdere disse risikoene. Nye retningslinjer fra CEBS vil også bli bygget inn i modulene for at Kredittilsynet skal være på høyde med utviklingen i Europa. Egne erfaringer med bruk av modulene, særlig i relasjon til gjennomgangen av ICAAP-ene vil også kunne være en kilde til forbedring av modulene. At det er full åpenhet om modulene og at de er publisert på Kredittilsynets nettsted med oppfordringer til kommentarer, kan også bli et bidrag til eventuelle forbedringer.

Arbeidsgruppene som har utarbeidet modulene er beholdt med sikte på videreutvikling, og alle de nevnte momentene trekker i retning av at det risikobaserte tilsynet vil forbedres i takt med utviklingen i næringen og hos andre lands tilsynsmyndigheter.

Kapittel 13

WILHELM MOHN GRØSTAD

Regulering av og tilsyn med eiendomsmeglingsbransjen

Wilhelm Mohn Grøstad er leder av Seksjon for eiendomsmegling og inkasso ved Avdeling for markedstilsyn i Kredittilsynet.

Historisk utvikling – korte trekk

Det offentlige tilsynet med eiendomsmeglingsbransjen ble etablert i 1931 i og med vedtagelsen av lov av 19. juni 1931 om eiendomsmegling. Forut for dette var det over noen år fremsatt stadig sterkere ønsker om lovregulering av eiendomsmeglingen, blant annet fra tinglysningmyndigheter og Norsk Eiendomsmeglerforening i Oslo.

Handelsdepartementet, som fremla lovforslaget som ble vedtatt i 1931, pekte i sitt forslag på at det i eiendomsmeglingen dels var ”benyttet forretningsmetoder, som har vært uheldige for det innbyrdes forhold mellom disse mellemmenn og dessuten i høy grad til skade for det publikum de betjener.” Mer generelt anførte departementet at omsetningen av fast eiendom og utleie av husrom nå berørte så mange av samfunnets medlemmer at det offentlige burde føre tilsyn med at meglerne hadde visse kvalifikasjoner og arbeidet under ”ordnede regler og kontroll.”

Eiendomsmeglingsloven innførte krav om autorisasjon for eiendomsmeglere. Loven skulle ikke gjelde for advokaters eiendomsmegling. Loven hadde ellers blant annet bestemmelser om oppdrag og utførelsen av oppdraget og om tilsyn med eiendomsmeglere.

Det oppstod imidlertid snart et behov for justeringer av 1931-loven, og i 1938 fremmet Handelsdepartementet proposisjon til en ny lov om eiendomsmegling. En viktig endring i forhold til 1931-loven var at flere av 1931-lovens bestemmelser (om oppdrag, provisjon og kontroll) ble gjort gjeldende for advokaters og lensmenns eiendomsmegling. Dessuten ble det ved endringene i 1938 innført en offentlig eksamen for eiendomsmeglere.

Bevilling etter 1938-loven ble gitt til enkeltpersoner (ikke foretak). Eiendomsmegling i henhold til bevillingen kunne drives for egen regning, men megleren kunne også være ansatt i

et selskap eller i en bank. Meglerens vederlag skulle beregnes som provisjon, det vil si som en prosentdel av kjøpesum, og provisjonssatsene ble fastsatt av departementet som ikke kunne fravikes, verken nedover eller oppover.

Ved kgl. res. av 23. mars 1984 ble det nedsatt et utvalg til å gå igjennom og nærmere utrede de forskjellige spørsmål som har tilknytning til omsetning og utleie av fast eiendom gjennom mellommenn. Finansdepartementet bemerket blant annet følgende om bakgrunnen for revisjonen:

Loven fra 1938 er på flere områder lite tilpasset dagens forhold. Omsetning av fast eiendom gjennom tredjemann har et vesentlig større omfang enn i 1938. De alminnelige samfunnsforhold har også endret seg meget. Problemer som den gangen presset på, står ikke lenger i forgrunnen. I stedet har andre problemer meldt seg. Synet på behovet for reguleringer og på hvordan reguleringer best kan gjennomføres, kan også ha skiftet.

Utvalget avga sin innstilling i mars 1987, og ny lov om eiendomsmegling ble vedtatt 16. juni 1989. Denne loven, som fremdeles gjelder, innførte et system med foretaksbevilling, det vil si at bevillingen til å drive eiendomsmegling ble gitt direkte til et foretak, typisk et selskap eller enkeltperson. Faglig leder for et slikt foretak må imidlertid være en person med meglerbrev, det vil si en statsautorisert eiendomsmegler, eller advokat.

Loven innførte endringer i reglene om meglerens godtgjørelse ved at meglerens vederlag skal avtales fritt i det enkelte tilfelle. Når det gjelder banker, må disse etter gjeldende rett skille ut eiendomsmeglingen i et separat selskap, og ikke som tidligere som en avdeling i banken. Det kan også nevnes at loven innførte et forbud mot at foretak med bevilling for eiendomsmegling og statsautoriserte eiendomsmeglere som driver eller er ansatt i meglerforetak, driver annen næringsvirksomhet. Når det gjelder sikkerhetsstillelsen for å eiendomsmeglingsvirksomheten, ble reglene i tilknytning til denne vesentlig forenklet i forhold til bestemmelsene i tidligere lov.

Behovet for modernisering av 1989-loven

Siden lov om eiendomsmegling av 16. juni 1989 trådte i kraft 1. april 1990, har eiendomsmarkedet og eiendomsmeglingsbransjen gjennomgått en markant utvikling.

Strukturen i eiendomsmeglingsbransjen har endret seg vesentlig. På det tidspunkt loven av 1989 ble satt i kraft, bestod bransjen for en stor del av mindre, frittstående enkeltmannsforetak og selskaper med én person som hovedaksjonær hvor hovedaksjonær også var faglig ansvarlig for virksomheten, samt av en del banker, både sparebanker og forretningsbanker, som hadde eiendomsavdelinger.

Investorer utenfor meglernes rekker har i sterkt økende grad gått inn med betydelig eierkapital i bransjen. I dag domineres bransjen av kjeder som eies av bankene og av enkelte større private aktører. Relativt få av de faglige lederne av eiendomsmeglingsforetakene er samtidig eiere av disse. I 2005 hadde kjedene en markedsandel på om lag 67 prosent regnet i antall formidlinger, hvorav igjen bankene alene hadde om lag 45 prosents markedsandel. Bankene ser meglervirksomheten som en svært viktig distribusjonskanal for sine øvrige

tjenester, særlig når det gjelder mulighetene for å selge sine låneprodukter til kjøpere av fast eiendom.

Kjededriften er basert på franchise eller eierskap av filialnett med sentralisering av en rekke funksjoner; særlig er dette tilfelle når det gjelder oppgjørstjenesten. Dette foregår ved at ett kontor eller et særskilt selskap innen kjeden betjener alle meglerkontorene i kjeden. Også selvstendige meglerforetak kjøper denne tjenesten av eksterne oppgjørsmeglere med eiendomsmeglingsbevilling.

Antall aktører i bransjen er i dag høyt, og viser fortsatt økning; det er således et stort antall personer som arbeider med eiendomsmegling. Tall fra Kredittilsynet viser at det var innrapportert ca. 4000 årsverk i bransjen ved utgangen av 2005. Imidlertid har bare anslagsvis 1/3 av de som virker i foretakene eiendomsmeglerbrev eller advokatbevilling. De øvrige 2/3 av yrkesutøverne i denne bransjen har varierende teoretisk bakgrunn og praktisk erfaring.

Avlønningsformen i eiendomsmeglingsbransjen har gått i retning av helt eller delvis provisjonsbasert lønn til meglernes. Dette har den fordel for foretakene at de i perioder med lav omsetning ikke er belastet med faste lønnskostnader, og gir således større fleksibilitet. Hvorvidt provisjonsbasert avlønning har negativ innflytelse på utførelsen av selve meglingen ved at det blir særlig viktig for meglernes å få gjennomført salgene slik at dette går ut over kvaliteten, er det vanskelig å ha noen sikker formening om.

Nåværende lov innførte som nevnt ovenfor, et system med fri vederlagsfastsettelse. Dette har riktig nok, generelt sett, medført økte meglerprovisjoner, men også meglers driftskostnader har økt sterkt de siste årene. Det stilles ofte bestemte krav til beliggenheten av meglerforetakets lokaler, det er viktig med stadig oppdatering av avansert teknisk utstyr for databehandling og fotokopiering osv. Kostnadene til garantistillelse har økt betraktelig og meglernes er underlagt et strengere regime i form av offentlig kontroll som forutsetter omfattende rutiner for internkontroll, sikre systemer for bruk av informasjons- og kommunikasjonsteknologi, revisorattestasjoner og lignende. Det synes som om de siste års sterke etableringsøkning i bransjen har medført sterkere konkurranse om megleroppdragene, noe som presser prisene på meglertjenester nedover, i det minste i enkelte strøk av landet. Imidlertid er nok den generelle oppfatning at meglertjenestene oppfattes som dyre.

Siden nåværende oppgangsperiode i eiendomsmarkedet startet opp i 1992/1993, har det vært en tilnærmet tredobling i tallet på eiendomsmeglingsforetak, og ved utgangen av 2005 hadde 650 foretak bevilling. Disse foretakene hadde til sammen om lag 250 filialer. I tillegg kommer den meglingsvirksomhet som drives av advokatene og boligbyggelagene. Sistnevnte når det gjelder formidlingen av andeler i tilknyttede borettslag. Advokatenes meglingsvirksomhet utgjør ca. 5 prosent av omsetningsvolumet.

I 1990 registrerte Kredittilsynet 27 721 eiendomsformidlinger via meglere. I 2005 var tallet steget til 131 000 til en verdi av 260 milliarder kroner. Denne kraftige økningen i omsetningsvolum kan tilskrives forskjellige forhold. I noen grad spiller det nok en rolle at det generelt anses som problematisk og uhensiktsmessig å selge eiendom uten å bruke megler, slik at handel direkte mellom kjøper og selger uten bruk av mellommann er blitt mer uvanlig,

utenom i nære slektskapsforhold. Videre kan det pekes på at fast eiendom i økende grad er blitt et investeringsobjekt, samt at sosioøkonomiske forhold som økt mobilitet i befolkningen, økt tendens til å skifte bolig avhengig av hvilket livsstadium man befinner seg på, og økende frekvens i samlivsbrudd skaper behov for flere boliger. Senere års lave pris på lånekapital har naturlig nok også bidratt sterkt til økt boligomsetning.

Måten eiendomsmegling drives på har gjennomgått en tildels sterk forandring i løpet av den korte tiden någjeldende lov har virket. Her kan nevnes mer profesjonell markedsføring som stiller større krav til meglernes salgskompetanse, innføring av nye lover og regler som stiller større krav til meglerne, samt at publikum synes å ha fått økte forventninger til at eiendommer som kjøpes gjennom megler, skal ha tilfredsstillende teknisk standard.

Eiendomsmeglingsloven fremstår som en forbrukerlov. Da grunnlaget for loven ble lagt omfattet eiendomsmegling i all hovedsak salg av brukte boliger og fritidseiendommer til forbrukere. I dag drives imidlertid også omfattende omsetning og utleie av næringsseiendom, i stadig større utstrekning formidling av eiendom beliggende i utlandet, formidling av prosjekterte boliger som ennå ikke er bygget, samt at antall borettslagsboliger som blir solgt gjennom megler, har økt sterkt.

En grunntanke i forarbeidene til den någjeldende lov synes å være at eiendomsmegler skal være en fri og uavhengig mellommann som bringer partene sammen. Det er imidlertid tvilsomt hvor stor realitet det etter hvert er i dette. Eiendomsmegleren fremstår i praksis som en svært aktiv og pågående selger, og henter da også sin godtgjørelse fra oppdragsgiveren. Oppdragsgiverne i næringsmarkedet og i forbindelse med prosjekter som gjelder boligoppføring, etterspør ofte et mye mer sammensatt produkt enn rene eiendomsmeglertjenester. Når megleren også driver med utstrakt konsulentvirksomhet for sine oppdragsgivere, kan det lett oppstå tvil om eiendomsmegleren er i stand til å ha omsorg for begge parters interesser slik lov om eiendomsmegling § 3-1 første ledd krever.

En av eiendomsmeglerens oppgaver er å skaffe tekniske og juridiske opplysninger om den eiendommen som skal selges. I tillegg til de opplysningene som i henhold til loven *skal* tas inn i salgsoppgaven, heter det også at megleren "så langt det synes rimelig" skal innhente og kontrollere nødvendige opplysninger om eiendommen. Det reelle innholdet av § 3-7, altså hvilke tilleggsopplysninger man kan regne med at eiendomsmegleren rutinemessig innhenter, har økt betydelig de senere årene. På grunn av at ingen av disse "nye" opplysningene inngår i det minimum som megleren plikter å kontrollere, kan det oppstå forskjeller mellom eiendomsmeglingsforetakene om hva som alltid skal kontrolleres uten at det foreligger særlige grunner. Et annet spørsmål som er aktuelt, er takstmannens rolle. Eiendomsmeglerens bruk av takst/tilstandsrapport er i dag ikke regulert. I praksis er imidlertid ofte takstmannens vurderinger helt avgjørende både for pris og for hvilket boligareal som både selger og kjøper legger til grunn.

Utbredelsen av teknologiske hjelpemidler har gjort det mulig både å utøve eiendomsmeglingstjenester og å benytte seg av slike tjenester på en annen måte enn tidligere.

For den som utøver virksomheten, kan store deler av megleroppgavene utføres ved hjelp av bærbart datautstyr og Internett-tilgang, uten at vedkommende er til stede i meglerforetakets lokaler.

Kundene kan på tilsvarende måte i stor grad få utført eiendomsmeglingstjenester uten å oppsøke meglerlokalene. Det er utviklet ”nettmeglerkonsepter” hvor oppdragsgiver ved hjelp av veiledning på Internett kan utføre en eller flere av følgende oppgaver: innhente opplysninger om eiendommen, bestille takst, lage salgsoppgave, avholde visninger og administrere budgivningen. Kontraktskriving og oppgjør foretas innenfor disse konseptene av meglerforetak eller advokat.

Også ordinære eiendomsmeglerforretninger tilbyr stadig mer informasjon via Internett. De fleste markedsfører i dag eiendommene på nettet, og en del av disse har gjort hele salgsoppgavene tilgjengelig her. Enkelte foretak legger også løpende ut informasjon om status for budgivningen på den enkelte eiendom.

Enkelte eiendomsmeglingsforetak driver ”fjernbasert” eiendomsmegling hvor eiendomsmeglingsforetaket utfører alle leddene i eiendomsmeglingen bortsett fra besiktigelse, som settes bort til lokale takstmenn. Eiendomsmegleren møter normalt verken oppdragsgiver eller dennes medkontrahent – all utveksling av informasjon og dokumenter skjer via telefon, Internett eller post.

De ovennevnte momenter har vært viktige for Kredittilsynets oppfatning om nødvendigheten av å foreta en ny revisjon av eiendomsmeglingsloven for å bringe loven mer i samsvar med bransjens utvikling. Finansdepartementet sluttet seg til denne vurderingen, og ved kronprinsregentens resolusjon 2. april 2004 ble et nytt Eiendomsmeglingslovutvalg oppnevnt.

Lovutvalget avga sin utredning den 10. januar 2006 som departementet umiddelbart sendte på høring med høringsfrist 2. mai 2006.

Lovutvalgets forslag til endringer i eiendomsmeglingsloven

Utvalget foreslår en rekke endringer i eiendomsmeglingsloven, men det er på mange punkter dissenser mellom utvalgsmedlemmene. Her følger noen hovedpunkter i utvalgets innstilling:

- Kravet til foretaksbevilling opprettholdes, men de sentrale personene i foretaket bør i større grad egnethetsvurderes, slik at også styremedlemmer og daglig leder i henhold til forslaget skal underkastes en slik særskilt vurdering. Foretaket skal ha en eller flere ”fagansvarlige” personer som enten er eiendomsmegler, advokat eller jurist med relevant erfaring.
- Det innføres et system med ”ansvarlig megler”. Ansvarlig megler skal utpekes for hvert oppdrag, og skal følge oppdragene. Den ansvarlige megleren må være statsautorisert eiendomsmegler, advokat eller jurist med relevant erfaring. Den ansvarlige megleren kan bruke medhjelpere til utføring av deler av oppdraget. Utvalgets flertall mener det bør oppstilles kompetansekrav også til medhjelperne, mens mindretallet ikke går inn for dette.

- Bare personer som har eiendomsmeglerbrev, skal ha rett til å benytte titlene ”statsautorisert eiendomsmegler” eller ”megler” og andre titler som kan forveksles med disse, dersom de brukes i tilknytning til utøvelse av eiendomsmegling. I tillegg skal advokater og jurister med relevant erfaring kunne bruke tittelen ”megler”.
- Det foreslås å videreføre forbudet mot egenhandel og at det blir et totalforbud mot å kjøpe eller selge eiendom gjennom meglerforetaket for alle ansatte i foretaket samt for visse kategorier av deres nærstående.
- Et flertall går inn for å lovfeste at meglerforetaket og dets ansatte ikke kan motta inntekter eller andre fordeler fra tjenesteytere som benyttes i forbindelse med eiendomsmeglingen. Forbudet vil for eksempel omfatte returprovisjon fra takstmenn og annonsemedier.
- Et flertall mener at meglerforetak ikke lenger bør kunne formidle lån, og at det ikke skal kunne formidles eierskifteforsikringer mot godtgjørelse. Foretaket skal heller ikke kunne drive med taksering av eiendommer som det har i oppdrag å formidle.
- Det offentlig fastsatte oppdragsskjemaet foreslås ikke videreført. Det foreslås bestemt i loven hvilke opplysninger som skal fremkomme av oppdragsavtalen, herunder hvem som er ansvarlig megler, størrelsen på utlegg og et samlet kostnadsoverslag.
- Flertallet går inn for at meglerens vederlag fortsatt skal kunne fastsettes i form av provisjon, timepris eller fastpris eller en kombinasjon av disse. Mindretallet mener at vederlag beregnet som provisjon bør forbys i forbrukerforhold.
- Flere opplysninger skal inntas i salgsoppgaven, blant annet opplysninger om fellesgjeld, felleskostnader og ferdigattest.
- Innføring av obligatorisk klagenemnd for alle som driver eiendomsmegling.

Tilsynet med eiendomsmeglingsbransjen

Tilsynet med bransjen var fra 1931 av underlagt Meglerkontrollen som var underlagt Handelsdepartementet frem til 1.1.1983 da den ble overført til Bankinspeksjonen, og deretter til Kredittilsynet da den institusjonen ble etablert i 1986.

Kontrollen med eiendomsmeglingsbransjen har naturlig nok i noen grad skiftet karakter gjennom de 75 årene med offentlig tilsyn på dette området, hvor endringer i lovgivning, bransjestruktur og aktivitet i næringen har påvirket måten kontrollen er utøvet på. Det kan nevnes at én viktig kontrolloppgave for meglerinspektørene i mange år frem til dokumentavgiftens innføring, var å kontrollere meglernes beholdning av stempelmerker som den gangen skulle påsettes de dokumentene som ble sendt for tinglysning og som således utgjorde avgiften til staten for disse transaksjonene. Riktig beregning av stempelavgift, samt innbetaling av disse innkasserte avgiftene, var en viktig megleroppgave. Kontroll av journaler og av innsendte oppgaver som detaljert anga alle formidlinger med kjøpesum og beregnet meglerprovisjon, var også viktig for vurderingen av hvorvidt meglerne beregnet den lovfaste meglerprovisjonen på korrekt måte i henhold til fastsatte satser.

Behandlingen av klager over eiendomsmeglernes virksomhet med påstander om forsømmelser av deres oppgaver og om andre misligheter, har alltid vært en fremtredende oppgave i forbindelse med tilsynet med eiendomsmeglingsbransjen. Så vidt vites finnes ingen

klagestatistikker på området, men etter det en kjenner til, og i hvert fall i nyere tid, har antall klager vært meget lavt i forhold til det store antall formidlinger som skjer gjennom meglerne. Dertil kommer at Kredittilsynet ikke har foretatt en normal klagebehandling i den forstand at tilsynet går inn i en sak for å løse klagernes problemer. En klage er først og fremst interessant for tilsynet fordi den kan indikere svikt i holdninger og rutiner i foretaket som nødvendigvis gjør en tilsynsmessig inngripen for – i ytterste konsekvens – å stanse virksomheten. Det vanlige er imidlertid at det gis pålegg om å rette opp ulovlige eller mislige forhold.

Klagernes anliggender er i de senere årene blitt ivaretatt gjennom opprettelsen av særskilte klagenemnder, senest Reklamasjonsnemnda for eiendomsmeglingstjenester, hvor i praksis de fleste foretakene i dag er medlemmer.

Kredittilsynet har i den tiden någjeldende lov om eiendomsmegling har virket (siden 1990), vært en pådriver for å gjennomføre en rekke endringer i loven som har hatt som hensikt å styrke den tilsynsmessige profilen i loven. Disse endringene har gitt Kredittilsynet et sterkere grunnlag for å gripe inn mot og sanksjonere uakseptabel adferd i bransjen, samt føre en mer inngående overvåkning av økonomien og klientmiddelbehandlingen i eiendomsmeglingsforetakene. Det er ansett å være av stor betydning at foretak som forvalter store verdier på vegne av oppdragsgiverne, selv har en tilstrekkelig akseptabel økonomi. Kredittilsynet kan tilbakekalle bevillingen til foretak som ikke er i stand til å oppfylle kravet til suffisiens, og følger tett opp den økonomiske situasjonen i foretak som for øvrig har svak økonomi.

Det har vært en høyt prioritert oppgave å gjennomføre inspeksjoner i foretakene, hvilket ikke er mindre viktig i dag hvor det skjer en kraftig ekspansjon i bransjen med svært mange nyetableringer, samtidig som konkurransen er sterk og mange foretak driver med driftsunderskudd og negativ egenkapital. De stedlige kontrollene viser også hvorledes selve meglingen utøves, og gir en god indikasjon på hvorvidt megleroppdragene blir betryggende utført.

Utviklingen av nye meglerkonsepter gir tilsynsmyndigheten en til dels krevende oppgave når det gjelder vurderingen av disse i forhold til de lover og regler som gjelder på området, herunder kravet til god meglerskikk. Lovverket fanger ikke alltid direkte opp hvorvidt en spesiell aktivitet kan anses akseptabel i forhold til det som er formålet med vedkommende institusjons virksomhet. Her vil kredittilsynslovens generelle krav om at virksomhetene under tilsyn skal drive på en hensiktsmessig og betryggende måte være en viktig vurderingsnorm som kommer i tillegg til eiendomsmeglingsregelverkets mer spesifikke krav.

Eiendomsmeglingsbransjen har fått en stadig voksende oppmerksomhet i de senere årene, og bransjen omfattes ofte med en del negativ kritikk. Dette stiller også Kredittilsynet overfor utfordrende tilsynsoppgaver hvor det er nødvendig å fange opp og forstå den utviklingen som foregår i bransjen, og gjennom uttalelser om regelverksforståelse, stedlig og dokumentbasert tilsyn, samt arbeidet med å utvikle regelverket, bidra til at aktiviteten i bransjen foregår på en betryggende måte, slik at publikum som benytter seg av meglertjenestene kan gjøre dette uten å risikere å bli påført tap og annen ulempe.

Del IV. Eksterne perspektiver på Kredittilsynets virksomhetsområder

Kapittel 14

ARNE SKAUGE

Tilsynet med finans- og forsikringsnæringen sett fra næringen

*Arne Skauge er administrerende direktør i
Finansnæringens Hovedorganisasjon
(FNH).*

Innledning

Etableringen av Kredittilsynet som et tverrgående tilsyn for finans- og forsikringsnæringen var et fremsynt grep da det ble tatt den gang for over tjue år siden. Siden har mange land fulgt etter, slik at det nå snarere er regelen enn unntaket med mer eller mindre integrerte tilsyn – i hvert fall i Europa.

Den viktigste drivkraften bak trenden mot integrerte tilsyn har vært den markedsmessige utviklingen, der de ulike delene av finansmarkedet – ikke minst gjennom konserndannelser – i stadig større grad griper inn i hverandre. Dette gir sterke argumenter for en helhetlig og overordnet innfallsvinkel til tilsynsoppgavene. I tillegg kommer åpenbare administrative stordriftsfordeler og en bedre utnyttelse av det ”fellesgods” av kompetanse, innsikt og tenkning som ligger til grunn for alt finansielt tilsyn.

En stadig sterkere integrering av finansmarkedene beskriver i høy grad utviklingen i Norge, der de store finanskonsernene nå står for hovedtyngden av tilbudet i de fleste delmarkedene. Det norske markedet er i dag derfor relativt sterkt preget av ”bankassurance” – det vil si at bank og forsikring drives i samme konsern. At utviklingen ble slik i Norge, har etter mitt syn nettopp noe å gjøre med at vi tidlig fikk et integrert finanstillsyn. Men den viktigste grunnen var nok at når strukturpolitikken hadde satt et tak for flere fusjoner innenfor hver av bransjene bank og forsikring, økte appetitten på fusjon over bransjegrensen. I tillegg har det nok også spilt en rolle at store deler av lovgivningen og annet regelverk på finansområdet ellers, i stor grad har vært felles for alle typer finansinstitusjoner i Norge.

Det er denne utviklingen som også la grunnlaget for etableringen i 2000 av Finansnæringens Hovedorganisasjon, gjennom sammenslutningen av Norges Forsikringsforbund og Den norske Bankforening. FNH er den eneste bransjeorganisasjonen på finansområdet i Europa

som omfatter både bank og forsikring, men i Finland har man nylig besluttet å slå sammen de to foreningene fra det kommende årsskiftet. Fortsatt er det i mange land liten kontakt mellom bankenes og forsikringsselskaperens organisasjoner, og i enkelte land ser de fortsatt på hverandre som representanter for konkurrerende interesser – i hvert fall om myndighetenes oppmerksomhet og gunst. FNH sitter enn så lenge som den eneste bransjeorganisasjon med i de øverste beslutende organer både i den europeiske forsikringsforeningen – Comité Européen des Assurances (CEA) og i den europeiske bankforeningen – Federation Bancaire (FBE). Vi har derfor et godt utgangspunkt for å se hva som forener og hva som skiller bank og forsikring i Europa. Jeg er derfor ganske sikker på at flere land med tiden vil følge FNHs eksempel – slik mange land gjorde etter at Kredittilsynet for tjue år siden ledet an i utviklingen av integrerte finanstilsyn i Europa. Det er godt at Norge i hvert fall på noen områder ligger i tet!

Et kompetent og handlekraftig tilsyn

FNH er selvfølgelig tilhenger av et sterkt, effektivt og kompetent finanstilsyn, med en uomtvistet integritet og sterk handlekraft. Antydninger som man av og til finner i media om at finansbedriftene skulle være interessert i et svakt tilsyn med dårlig kompetanse, faller på sin egen urimelighet. Våre medlemmer ønsker rett og slett at det gjelder ordnede forhold i finansmarkedene. Det oppnås best når regelverket er klart og entydig, og håndheves av et tilsyn med høy kompetanse. Hvis rammebetingelsene samtidig er internasjonalt konkurransedyktige, kan finansbedriftene konsentrere seg om det de er best til, nemlig å konkurrere med hverandre både i inn- og utland om å betjene kundene og gi best mulig avkastning på egenkapitalen.

Etter vårt syn er det også nødvendig at Kredittilsynet har et visst oppsyn med virksomheter som opererer i grensesonen til finansmarkedene, selv om aktivitetene som utøves formelt sett ikke krever lisens eller konsesjon. Slike virksomheter kan av kunder og forretningsforbindelser lett bli oppfattet som finansinstitusjoner under tilsyn, og dermed representere en ikke ubetydelig risiko om forretningskonseptet slår feil. Av eksempler fra nyere tid som helst skulle vært unngått, er det nok å nevne Finance Credit og European Insurance Agency.

Det har vært både gledelig og betryggende å registrere den solide kompetansehevingen som Kredittilsynet har gjennomgått de siste tjue årene. I dag opplever næringen at dialogen med tilsynet er en dialog mellom faglig jevnbyrdige parter – selvfølgelig med forskjellige roller og forskjellige utgangspunkt, men preget av gjensidig respekt og tillit. Ikke minst er det viktig for næringen at ulike spørsmål og problemstillinger kan drøftes på en åpen og tillitsfull måte med Kredittilsynet. Når dette gjøres i en tidlig fase, er mulighetene gode for å finne frem til omforente løsninger som begge parter kan leve med. På dette plan er det oppnådd store fremskritt siden tilsynet ble etablert for tjue år siden.

Nå skal det også sies at regelverksutviklingen de siste tjue årene har vært særdeles krevende både for tilsynet og for finansbedriftene, med en nærmest total omskrivning av all lovgivning og regelverk på finansområdet. Dette har vært nødvendig først og fremst som følge av den stadige strømmen av nye EU-direktiver, men også som følge av enkelte lovinitiativ ut fra

rene nasjonale ønsker og behov, hovedsakelig innenfor området livsforsikring og pensjon. Det har derfor ikke manglet på faglige utfordringer verken i tilsynet eller i finansbedriftene og deres organisasjoner, og ”lærekurven” har vært bratt. Men mens vi tidligere av og til hørte klagemål fra våre medlemsbedrifter om at Kredittilsynet ikke forstod den virksomheten de drev, har slike synspunkter vært mer eller mindre fraværende de senere årene.

Det er dermed ikke sagt at det ikke er ulike syn og til tider sterk uenighet mellom næringen og Kredittilsynet. Det er en naturlig følge av de ulike roller vi har. Men det er stor forskjell på å ”krangle” med noen som ikke forstår hva du driver med, og på faglig uenighet mellom kompetente parter. Det siste vil som oftest være en nyttig prosess for begge parter, og styrke den gjensidige respekt og tillitt. Det er stort sett slik FNH opplever dialogen med Kredittilsynet i dag. Spesielt er det grunn til å fremheve det gode samarbeidet vi har hatt med tilsynsmyndighetene om de to sikringsordningene som næringen er gitt ansvaret for å drifte, nemlig Bankenes sikringsfond og det nylig etablerte Verdipapirforetakenes sikringsfond. Samarbeidet om bankenes sikringsordninger har en lang historie, og har stått sin prøve både i gode og mindre gode dager.

Konkurransedyktige internasjonale rammebetingelser

Helt siden arbeidet med implementeringen av den første Basel Accord og de senere kapitaldekningsdirektivene fra EU startet mot slutten av 1980-tallet, har målet om internasjonalt konkurransedyktige rammebetingelser – ”level playing field” – vært overordnet for det næringspolitiske arbeidet i FNH og dens forløpere. Dette har ikke fremstått som et like viktig hensyn for myndighetene, i hvert fall ikke slik vi fra næringen opplevde det. Med en bankkrise friskt i minne var det kanskje ikke så rart at myndighetene ønsket seg både ”belter og bukseseler” for å hindre dette fra å skje igjen. Men det hadde sin pris.

Det meste av EU-regelverket innenfor finanssektoren har hittil vært basert på såkalt minimumsharmonisering – som innebærer at de nasjonale myndigheter kan vedta regler som er strengere enn direktivbestemmelsene. Vår opplevelse er at norske regler derfor gjennomgående ble strengere enn reglene i våre viktigste konkurrentland, og at dette var til skade for næringens internasjonale konkurransevne. Dels ga dette seg uttrykk i høyere minstekrav til egenkapital på en rekke områder, og dels i form av særnorske restriksjoner av ulik art på hvordan virksomheten skulle drives.

Et handikapp var det også ofte at de norske reglene var annerledes enn vanlig i EU. Dette hadde til dels sammenheng med at myndighetene ofte la EUs regler ”oppå” de eksisterende norske, med et minimum av tilpasning. For øvrig ble det hevdet at hvis reglene fremsto som strengere så var det fordi de var bedre, og det ville både kundene og finansinstitusjonene tjene på i det lange løp. Men at det gjaldt andre regler i Norge enn det som var vanlig ellers, bekreftet bare oppfattelsen i utlandet av Norge som et ”annerledesland” i forhold til EU. Dessuten ble det resonnert at når reglene var strengere i Norge, så var vel det fordi det var et ekstra behov der for strenge regler?

Blant annet etter sterkt ønske fra finansnæringens organisasjoner ble det sommeren 1999 nedsatt et utvalg under ledelse av tidligere konkurransedirektør Einar Hope for å utrede

konkurransesflatene i finansnæringen. Utvalget hadde bred deltakelse både fra myndighetssiden og fra finansnæringens organisasjoner. I mandatet het det at utvalget skulle ”kartlegge norsk finanssektors internasjonale konkurransekraft”.

Konkurransesflateutvalget avga sin enstemmige innstilling i mars 2000. Fra finansnæringens side opplevde vi utredningen langt på vei som en tilslutning til vårt mål om ”level playing field”, og til at konkurransedyktige rammebetingelser var en nødvendig forutsetning for at norsk finansnæring skulle overleve i en stadig sterkere konkurranse i EUs indre marked.

Medvirkende til denne økte forståelsen som for betydningen av konkurransedyktige rammebetingelser var uten tvil at Storebrand i 1999 solgte sin skadeforsikringsvirksomhet til det svenske skadeselskapet If... Med ett var Norges største skadeforsikringsselskap en filial av en utenlandsk finansinstitusjon, underlagt soliditetstilsyn og regelverk i en annen stat enn Norge. Siden har vi opplevd at utenlandske finansinstitusjoner har tatt store jafs av det norske finansmarkedet, og at Norge nå er blant de land i Europa med størst utenlandsk deltakelse i sitt finansmarked, enten i form av filialer eller som heleide datterselskap.

Det er ikke noe galt med stor utenlandsk tilstedeværelse i vårt finansmarked, tvert i mot representerer de økt mangfold, ny kompetanse og sterkere konkurranse i markedet, til glede for både kunder og samfunn. Men utviklingen skjerpet utvilsomt forståelsen hos myndighetene for betydningen av at finansnæringen hadde internasjonalt konkurransedyktige rammebetingelser. For eksempel skriver Kredittilsynet i en rapport som ble sendt på høring i desember 2005 med sikte på tilsynets neste strategiplan følgende:

[...] hensynet til ”level playing field” (.) tilsier at man ikke bør vedta strengere regler som vil være en ulempe for nasjonale aktører i konkurransen med aktører fra andre EØS-land. Dette vil kunne ha negativ virkning for det norske finansmarkedet også når det gjelder å ivareta stabiliteten i finansmarkedet. Det vil kunne føre til økt grad av utflagging av norske selskaper og ”filialisering” ved at selskapene utnytter en slik regelverksarbitrasje og foretrekker å drive virksomheten ut fra land med lempelige regler.

I dag opplever vi fra næringens side således en langt større grad av lydighet for våre argumenter om et konkurransedyktig regelverk enn for bare få år siden. Et godt praktisk eksempel er den prosessen som Kredittilsynet nå er i ferd med å gjennomføre i nær kontakt med næringen med sikte på å implementere EUs nye kapitaldekningsdirektiv, som bygger på Basel II. Helt fra arbeidet ble startet opp har kontakten mellom næringen og tilsynet vært preget av åpen og tillitsfull kommunikasjon, som utvilsomt har bidratt til økt kompetanse hos begge parter. Det gjenstår selvfølgelig fortsatt å se hvor fornøyd vi fra næringens side vil være med det regelverk som Finansdepartementet endelig fastsetter, men fornøyd med prosessen med Kredittilsynet tror jeg vi allerede nå kan si at vi vil være.

Finansieringen av tilsynet

Utgiftene ved tilsynet skal etter kredittilsynsloven utlignes på tilsynsenhetene. Det er derfor med god grunn vi fra finansnæringens side er opptatt av at tilsynsvirksomheten drives effektivt og begrenses til de oppgavene som loven hjemler. Hvert år tar FNH stilling til et forslag fra Kredittilsynet til hvordan utgiftene skal fordeles mellom de ulike bransjene og på

enkeltinstitusjonene innenfor de bransjer som vi representerer. Det er Finansdepartementet som til slutt fastsetter både kostnadene og fordelingsnøklerne, basert på Stortingets budsjettvedtak.

Med virkning for 2004 ble det innført betaling også for tilsyn fra filialer av utenlandske finansinstitusjoner i Norge. Slik betaling var tidligere ikke innkrevd, selv om Kredittilsynet både har et tilsynsansvar og øver tilsyn med deler av filialenes virksomhet her i landet. Undersøkelser som Kredittilsynet foretok i den forbindelse viste at det ikke er uvanlig med betaling fra filialer også i andre land i Europa.

FNH har ved flere anledninger påpekt at det har vært en formidabel vekst i Kredittilsynets samlede utgifter de siste årene. Selv om perioden har vært preget av sterk vekst i finansnæringen og oppgavene har vært mange og krevende, må etter vårt syn omfanget av tilsynets samlede virksomhet til enhver tid avspeile det reelle tilsynsbehov. Dette bestemmes ikke bare av størrelsen på det marked som er under tilsyn, men også av strukturen i markedet.

Når antallet tilsynsenheter går ned som følge av fusjoner og sammenslåinger – og for den saks skyld også av internasjonalisering og filialisering – vil dette selvsagt påvirke arten og omfanget av tilsynsoppgavene. I finansnæringen er det en klar forventning om at de norske tilsynsmyndighetene – på samme måte som næringens aktører – fortløpende tilpasser sine aktiviteter i samsvar med markedsstrukturen, både gjennom rasjonaliseringer og endret arbeidsdeling i forhold til andre myndigheter.

FNH har også lenge ment at dagens finansieringsmodell er uheldig ut fra en prinsipiell synsvinkel. Vi mener at det bør gjøres et skille mellom på den ene siden Kredittilsynets oppgaver som tilsynsmyndighet slik denne er hjemlet i kredittilsynsloven og andre særlover for finansnæringen, og på den annen side ordinære statlige forvaltningsoppgaver som regelverksutvikling og ulike utredninger på oppdrag fra Finansdepartementet. Finansieringen av de egentlige tilsynsoppgavene er FNHs medlemmer villige til å være med å bære. Finansieringen av ordinære statlige forvaltningsoppgaver og oppdragsvirksomhet for Finansdepartementet, og som ikke følger av tilsynsloven eller av særlovene, mener vi på prinsipielt grunnlag bør dekkes av statskassen.

Foreløpig har det vært lite gjennomslag for vårt syn i Finansdepartementet, som senest sommeren 2005 i et brev til FNH av slo å endre dagens praksis. Vi mener det imidlertid bare er et spørsmål om tid før dette skillet må innføres, og vil inntil så skjer – liksom Cato den eldre maste om Kartagos ødeleggelse – fortsette å minne Finansdepartementet på vårt syn!

Internasjonalt samarbeid

Å utøve tilsyn med finansinstitusjoner er ikke lenger bare en nasjonal virksomhet, men krever et omfattende internasjonalt samarbeid. Grenseoverskridende finanskonsern står for en stadig økende andel av virksomheten i de fleste land, og konkurransen blir stadig mer global. Dette har gjort det nødvendig å følge opp på tilsynssiden den utviklingen som skjer i markedet. To viktige tiltak må nevnes:

- Det første er EUs ”Financial Services Action Plan” (FSAP), som ble påbegynt i 1999 og avsluttet i 2005. FSAP har betydd at store fremskritt er oppnådd i å utvikle en ny arkitektur for tilsynsvirksomheten i EU/EØS. Dette er blant annet skjedd gjennom å utvide rekkevidden av felles regler og å redefinere fordelingen av tilsynsmyndighet mellom nasjonale tilsynsmyndigheter, samtidig som tilsynsmyndighetenes forpliktelse til å samarbeide er forsterket.
- Det andre tiltaket er etableringen av den såkalte Lamfalussy-prosedyren for utvikling av ny lovgivning på finansområdet i EU. Prosedyren innebærer blant annet at det er etablert felles tilsynskomiteer på det såkalte nivå 3 i lovgivningsprosessen.

Selv om Norge formelt ikke har noen rolle å spille i utformingen av EUs ulike rettsakter, har Kredittilsynet fått anledning til å delta som observatør med full talerett i de tre tilsynskomiteene på nivå 3 i Lamfalussy-prosedyren. Disse komiteene er: The Committee of European Banking Supervisors (CEBS), The Committee of European Securities Regulators (CESR) og The Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

Fra norsk finansnærings side ser vi det som svært positivt at Kredittilsynet har kommet i så tett i inngrep med denne viktige prosessen i EU. I de tre tilsynskomiteene utvikles ikke bare ny EU-lovgivning, men også standarder og prosedyrer for tilsynsmessig samarbeid og informasjonsutveksling. Vi har med tilfredshet merket oss at Kredittilsynet spiller en aktiv rolle i dette samarbeidet, der manglende formell stemmerett er av underordnet betydning i forhold til de argumenter du kan fremføre for dine synspunkter. Vi har all grunn til å tro at Kredittilsynet også fremover vil ivareta norske interesser i internasjonale fora på en god måte, og at det internasjonale arbeidet og vedlikehold av det internasjonale kontaktnettet vil bli høyt prioritert. Vi håper at tilsynet også vil kunne trekke næringen mer inn i det arbeidet som gjøres i de tre tilsynskomiteene, blant arbeidet i CESR med det nye og særdeles omfattende verdipapirmarkedsdirektivet – MiFID, og innenfor CEIOPS med nye egenkapitalregler for forsikring – Solvency II. Det vil i hvert fall være i tråd med tilsynsenhetenes prioriteringer.

Avslutning

Kredittilsynet har gjennom tjueto år etablert seg som en respektert, faglig kompetent og verdifull samarbeids- og samtalepartner for norske finansbedrifter. Utfordringene fremover vil være mange, og kravet til kompetansen økende – for så vel tilsynet som for finansbedriftene. Mitt håp er at den åpne og gode dialog vi har hatt med Kredittilsynet – selv i saker der uenigheten i utgangspunktet har vært stor – kan fortsette. Vi er ikke flere her i landet enn at vi er nødt til å dele med andre den kompetansen vi har, og samarbeide der det er mulig, for i fellesskap å kunne ivareta norske interesser i et stadig mer globalt finansmarked.

Kapittel 15

EINAR KLEPPE

Tilsynet med finansnæringen sett fra sparebankene

Einar Kleppe er assisterende direktør i Sparebankforeningen.

Skal man måle resultatet av Kredittilsynets virksomhet gjennom 20 år, vil det naturlige være å ta utgangspunkt i tilsynets formål og deretter vurdere hvordan tilsynet har oppfylt disse mål. Videre er det rimelig å vurdere i hvilken grad Kredittilsynet anvender sine ressurser til å oppfylle sine primære mål, eller om ressursene også anvendes til mer sekundære mål.

Formålet til Kredittilsynet er å se til at bankene (og andre tilsynsobjekter) driver sin virksomhet på en hensiktsmessig og betryggende måte. Dette innebærer at det primært skal se til at bankenes soliditet og likviditet er betryggende. At finansnæringen er underlagt et omfattende regelverk og tilsyn, skyldes samfunnets behov for et stabilt og velfungerende bankvesen. De sentrale virkemidler i tilsynsvirksomheten er bestemmelsene i kredittilsynsloven §§ 3 og 4, som gir tilsynet utstrakt rett til å pålegge institusjonene å endre på regnskap, samt å innrette virksomheten slik at den er i overensstemmelse med lov, forskrifter og vedtekter.

Kredittilsynet ble kun to år etter omorganiseringen kastet inn i bankkrisen. Denne er omtalt i mange dokumenter. Jeg vil likevel omtale starten på krisen med tapt egenkapital i de to distriktssparebankene i Nord-Norge for nærmere å anskueliggjøre at sparebanknæringen var trengt opp i et hjørne. Infrastrukturen for håndteringen av krise av et slikt omfang var den gang ikke tilstede. Statens Banksikringsfond var ikke påtenkt. Sparebankenes sikringsfond hadde svært begrensede ressurser som følge av at sparebankene kun betalte årlig 1/3 av den avgift forretningsbankene betalte. Samtidig ble det antatt at sparebankene hadde ubegrenset garantiansvar overfor Sparebankenes sikringsfond. Uten medvirkning fra myndighetene for å løse krisen i Nord-Norge kunne norsk sparebanknæring vaklet.

Etter bankkrisens slutt rundt 1994 var det en naturlig følge at tilsynsvirksomheten fikk et annet innhold. Omfanget av stedlig tilsyn ble mer omfattende enn før krisen, da inspeksjoner nesten var fraværende. Overvåkning av finansiell stabilitet og spesialundersøkelser ble

prioritert. I tillegg har internasjonale krav til banksektoren ført til både bredt anlagt lovarbeid samt oppfølging av nye bestemmelser. Ikke minst innebærer Basel 2 store utfordringer for tilsynet.

Det primære for tilsynet er å sikre at bankenes soliditet er tilfredsstillende, og at de følger de krav som lovgivningen setter til virksomheten. Kredittilsynet har imidlertid i noen sammenhenger vært aktive i forbrukerspørsmål av generell karakter. Dette kan ha vært fornuftig ut fra at tilsynet er myndighetenes kompetansesenter i bankspørsmål. På den annen side kan det oppstå konfliktsituasjoner mellom forbrukerspørsmål og hensynet til institusjonenes inntjening og soliditet. Det bør aldri kunne reises tvil om at tilsynet som fagorgan i første rekke vil rette fokus på bankenes soliditet.

Bankkrisens inntog

Sommeren 1988 var det tidspunkt det gikk opp for sparebanknæringen at en gryende krise var på gang. Sparebankene hadde den gang ikke lovpålagt egenkapitalkrav, og flere av de store bankene hadde etter dereguleringen ekspandert raskt uten tilstrekkelig inntjening til å opprettholde egenkapitalen. I tillegg var sparebankenes mulighet til å hente inn ekstern kapital begrenset, da grunnfondsbevismarkedet ikke var utviklet og sparebankene ikke hadde adgang til å utstede aksjer.

Sparebankkrisen startet i Nord-Norge der de to distriktsbankene Sparebanken Nord og Tromsø Sparebank, mye som følge av hard konkurranse seg i mellom om markedsandeler, begge var kommet i en slik situasjon at de hadde tapt sin egenkapital. Det ble derfor opprettet en arbeidsgruppe med representanter fra Norges Bank, Kredittilsynet og Sparebankenes Sikringsfond for å avklare den økonomiske situasjonen og vurdere løsninger for disse bankene.

Arbeidsgruppen mente at den mest farbare veien var å tvinge fram en sammenslåing av bankene, og at det ble gjennomført en stram rasjonalisering av kontornettet. Alternativet med offentlig administrasjon av en eller begge bankene ble også vurdert. Når fondet ikke fant slike løsninger attraktive, skyldtes det primært at det økonomisk ville være kostbare løsninger. Dessuten talte hensynet til nordnorsk næringsliv.

Sikringsfondets økonomiske situasjon var ikke slik at fondet alene kunne finansiere de tap en så for seg i Nord-Norge. Dertil ble det etter hvert klart at andre små og mellomstore banker ville få problemer. Det var altså nødvendig å satse på at også myndighetene kunne bidra. I denne situasjonen var det helt nødvendig med en sikringsfondsformann som både representerte en solid bank og som var en dyktig forhandler på vegne av sparebanknæringen og sikringsfondet. Valget falt på administrerende direktør Harry Konterud. Dette viste seg å være et riktig valg.

På det første styremøtet etter valgene forelå situasjonen i klartekst. Sikringsfondets midler var begrenset. Midlene gjorde det imidlertid mulig å gjennomføre en refinansiering av de to bankene sammen med myndighetene. Etter flere samtaler med Finansdepartementet, Norges Bank og Kredittilsynet besluttet fondets styre at de to bankene hver fikk innvilget en

egenkapitalgaranti på 300 millioner kroner (ikke innbetalt egenkapital). Norges Bank skulle yte subsidierte lån med rentesubsidier på 200 millioner kroner i nåverdi og dessuten yte tilstrekkelig likviditet. Samtidig ble det satt sammen et styre oppnevnt av Kredittilsynet i samarbeid med Sikringsfondet og Norges Bank, med felles styremedlemmer i de to bankene og med krav om raskest mulig fusjonering. Men sikringsfondet var langt fra overbevist om dette var tilstrekkelig. Som det står i styreprotokollen 10. november 1988: ”Styret antok det var realistisk at garantien kunne bli effektiv. I neste omgang kunne en risikere at de to bankene ba om ytterligere garantikapital fra Sparebankenes sikringsfond.”

Styrets skepsis var berettiget. Årsregnskapet for 1988 tilsa at bankenes resultater var dårligere enn opprinnelig antatt. I sikringsfondets styreprotokoll fra 8. juni 1989 står det: ”Resultatene i 1. kvartal viser at det fortsatt er urovekkende store tap i banken, og banken vil vise en underbalanse på fusjonstidspunktet.” Utviklingen var skremmende fordi den var uoversiktlig med stadig økte tapsanslag. Sikringsfondets styre skjønte på dette tidspunkt at det gikk mot utbetaling av garantibeløpet på 600 millioner kroner. Det som var det store spørsmål var hvor mye som måtte tilføres i tillegg. Det var nødvendig å få så god oversikt som overhodet mulig for å kunne komme fram til realistiske og permanente løsninger. Det ville både Sparebanken Nord-Norge, som var navnet på den fusjonerte banken, og sikringsfondet være tjent med.

Sparebanknæringen på kanten av stupet

Sikringsfondet besluttet på denne bakgrunn å engasjere revisjonsfirmaet Price Waterhouse til å foreta en gjennomgang av bankens økonomiske portefølje. Gjennomgangen medførte økte avsetninger mot tap. Price Waterhouse kom frem til at det måtte være nødvendig med et tilskudd til banken på 1,6 milliarder kroner. Et krav om at banken umiddelbart skulle oppfylt kravet til egenkapitalandel som ennå ikke var trådt i kraft, ville nødvendiggjøre tilskudd på ytterligere 700 millioner kroner eller til sammen 2,3 milliarder kroner.

Problemet var at sikringsfondets størrelse på dette tidspunkt utgjorde 1,4 milliarder kroner i egenkapital og 2,3 milliarder kroner i garantikapital fra bankene sikret med statsobligasjoner. Bruk av garantiene ville belaste bankenes resultater direkte. Flere sparebanker lå allerede på sikringsfondets bord samtidig som mange sparebanker slet med lav egenkapital. For eksempel utgjorde de 30 største sparebankenes egenkapital til sammen vel 5 milliarder kroner. Oppfatningen var også at nye garantier måtte innhentes fra sparebankene når de gamle var anvendt, med den følge at sparebankenes garantiansvar da ville være tilnærmet ubegrenset.

Derfor inviterte styret et utvalg sparebanker for å informere om status. Alle som møtte, skjønte straks alvoret i situasjonen. Å trekke på garantiene ville kunne rive med seg ytterligere banker. Det ville kunne få den konsekvens at store deler av sparebankene ville kunne få problemer. Det ble ikke reist innsigelser mot at administrasjonen og styret la de nye tallene til grunn, og at det på nytt ble gjort et forsøk på å få myndighetene til å bidra. Det ble gjort forsøk på å få myndighetene til å dekke opp den del av kapitalbehovet som samsvarte med Norges Banks andel av finansieringen av Sparebanken Nord-Norge. Dette var også begrunnet i myndighetenes ansvar for utkantdistriktene i Nord-Norge. Resultatet av intense forhandlinger 6.–8. oktober 1989 mellom Finansdepartementet, Norges Bank, Kredittilsynet

og sikringsfondet var at Norges Bank bidro med ytterligere 500 millioner kroner, til sammen 700 millioner kroner, mens sikringsfondet bidro med til sammen 1450 millioner kroner i kontantbeløp (inkludert 600 millioner kroner utbetalt på garantiene), herunder 250 millioner kroner i grunnfondsbeviskapital, og dessuten 650 millioner kroner i egenkapitalgaranti. Hele kapitalen til sikringsfondet var anvendt. Dette viste seg å være tilstrekkelig grunnlag for å gjennomføre en vellykket snuoperasjon i Sparebanken Nord-Norge.

Umiddelbart etter refinansieringsløsningen ble det regjeringsskifte. Den nåværende administrerende direktør i Finansnærings Hovedorganisasjon ble finansminister og han oppnevnte den daværende administrerende direktør i Bankforeningen som sin statssekretær. Det er ikke sikkert at en hadde kommet fram til den samme løsningen for Sparebanken Nord-Norge med den nye regjeringen. Eller som den nye regjering skrev i St.meld. nr. 24 (1989-1990):

Regjeringen vil i fremtiden legge avgjørende vekt på de prinsipielle innvendinger mot en statlig medvirkning i de former og i et slikt omfang som overfør Sparebanken Nord-Norge. Ved eventuelle fremtidige krisesituasjoner i norske banker vil Finansdepartementet legge til grunn at lovens ordinære system følges. Departementet viser til de ordninger som er etablert gjennom sikringsfondene.

Det gikk ikke mange år før det viste seg at disse ordninger ikke var tilstrekkelige, og det måtte konstateres at Finansdepartementet hadde tatt munnen for full.

Sparebankenes sikringsfond måtte gjennomføre en rekke redningsaksjoner i nedgangsårene som fulgte. Dette ble finansiert ved den årlige avgiften og et låneopptak på 500 millioner kroner i Norges Bank. Kredittilsynet, dels i samarbeid med sikringsfondets revisjonskontor, vurderte aktuelle problembanker. Dersom det ble konstatert at egenkapitalen var tapt, ble det sendt melding til sikringsfondets styre. I de fleste tilfelle ble det stilt en egenkapitalgaranti som tilsynet fant tilstrekkelig, mens sikringsfondet stilte krav om at det ble innledet fusjonsforhandlinger med annen bank. I denne forbindelse var det vanlig at sikringsfondet stilte krav om at både deler av styret ble byttet ut, og i mange tilfeller ble det valgt representanter foreslått av sikringsfondet. Som ledd i fusjonsprosessen ble det krevd bidrag fra sikringsfondet, og dette ble fremforhandlet av sikringsfondets styre. I siste omgang var det Kredittilsynets oppgave å løse fusjonene og øvrige krav fra fondet gjennom forstandskapet, hvilket i noen tilfelle kunne være komplisert da forstandskapet er et selvstendig organ. Først da Statens Banksikringsfond kom inn i bildet og bidro til refinansiering av Sparebanken Midt-Norge og Sparebanken Rogaland i 1992, ble det valgt modeller med refinansiering i stedet for fusjonsløsninger.

Samarbeidet med Kredittilsynet under bankkrisen fungerte utmerket. Ingen sparebanker har kritisert de løsninger en har kommet fram til. Både ved fastsettelse av om egenkapitalen er tapt, ved fremforhandling av krav som tilsynet kunne godta, ved utskifting av styret og ved gjennomføring av tiltak, fungerte alt på beste måte. Dette er egentlig bemerkelsesverdig da det var mye ny mark som ble pløyd.

Tilsynsvirksomhet i postkrisetider

Kredittilsynets virksomhet, og særlig soliditetstilsynet, er områder en helst burde se lite til i gode tider. Imidlertid er det fortsatt 140 banker, og kompetansen er ikke nødvendigvis helt på høyde på alle områder. Særlig på likviditetsområdet gjorde usikkerheten seg gjeldende for få år siden. Både Kredittilsynet og Sparebankforeningen fokuserte på nødvendigheten av langsiktig og stabil funding. Det ble også arrangert kurs i regi av sparebankalliansene. Dette samspillet bidro til å heve bankenes kompetanse slik at de er bedre rustet til å møte uro på fundingmarkedet.

I mange land, også i Norge, har mange vært flinke til å forklare krisen i ettertid. Få, om noen, så imidlertid utviklingen som kom. For å unngå en tilsvarende overraskelse i fremtiden er det derfor betimelig, for ikke å si nødvendig, at Kredittilsynet har vektlagt overvåkning og oppfølging av den finansielle stabilitet. Sparebankforeningen har imidlertid reist spørsmål ved om Norges Bank, som i lengre tid har utgitt ”finansiell stabilitet”, og Kredittilsynet vil være tjent med større grad av samordning på dette felt. Er det mulig å gjennomføre et samarbeid på analyseplan og der i gjennom oppnå samordningsgevinster?

Erfaringen fra bankkrisen er at det er i næringslivssektoren tapene kommer, og ikke i personmarkedet. Sparebanknæringen har derfor vært kritisk til den vekt tilsynet har gitt de årlige boligundersøkelsene som utarbeides av tilsynet. Spesielt har foreningen vært kritiske til kommentarer om at undersøkelsene gjenspeiler bankenes uansvarlighet. Selv om undersøkelsene i svært liten grad sier noe om bankenes mulighet for å komme i problemer, gir de et visst bilde over bankenes risikovillighet i boligmarkedet, noe som selvsagt også kan være interessant i forbrukersammenheng. For høy gjeldsbelastning kan være et problem for grupper av forbrukere ved fall i boligprisene.

Generelt er det viktig at Kredittilsynet skiller mellom sin rolle som tilsynsmyndighet og andre roller av mer forbrukerpolitisk eller kredittpolitisk karakter. For eksempel syntes økningen i egenkapitalkravet for boliglån i 1998 ikke å ha en tilsynsmessig begrunnelse, men kredittpolitisk. Den gang ble grensen senket fra 80 prosent til 60 prosent av verdien for at boliglån skulle vektes med 50 prosent ved beregning av kapitaldekningen. Dette skjedde til tross for at all erfaring viser at det ikke er boliglån som er trussel for bankenes soliditet. Først i april 2001 ble dette særnorske kravet tatt bort.

Basel 2 stiller helt nye krav til tilsynet ettersom kapitaldekningskravene etter de avanserte kravene er langt på vei individualisert. Oppfølging krever dermed innsikt i avanserte statistiske og matematiske modeller for å forsikre seg om at institusjoner som anvender disse metodene har betryggende soliditet. I denne sammenheng er det grunn til å understreke at matematisk kunnskap nok er nødvendig, men ikke tilstrekkelig i tilsynsvirksomheten.

Kredittilsynet – forbrukerens venn?

I utgangspunkt er det viktig at Kredittilsynet ikke flytter hovedfokus fra å føre tilsyn med bankenes soliditet til forbrukerpolitiske spørsmål. På den annen side er det vitale spørsmål av forbrukerpolitisk karakter som Kredittilsynet som faginstans vil møte i sin virksomhet. Kredittilsynet har grepet fatt i flere saker med konkurransepolitiske uheldige sider. Ved dette

har Kredittilsynet bidratt til større gjennomsiktighet og ryddigere forhold i bransjen. Som myndighetenes fagorgan på bankspørsmål kan tilsynet være en viktig premissleverandør for forbrukermyndigheten og også for konkurransemyndighetene.

En problemstilling som Kredittilsynet har vært involvert i, var fastsettelse av effektiv rente. Bankene og datasentralene viste stor oppfinnsomhet for beregning av nominell rente, slik at avstanden mellom nominell rente og effektiv rente var stor. Det gikk så langt at Sparebankforeningens styre i desember 1984 anbefalte medlemsbankene å gå over til etterskuddsvis beregning av renter på utlån. På samme møte ble bankene anbefalt å opplyse om effektiv rente på nye lån. Fra mars 1987 ble dette påbudt.

Et annet forbrukerspørsmål som involverte Kredittilsynet på slutten av 80-årene, var størrelsen på etableringsgebyr. Forbrukerrådet viste til at de høye etableringsgebyrene var konkurransevridende og at de var hindrende for flytting av låneforhold. Kredittilsynet vurderte det slik at de høye etableringsgebyrene ga sterke utslag på driftsresultatene. Tilsynet påbød derfor bankene periodisering av bankenes etableringsgebyr på mer enn 500 kroner over lånenes løpetid.

Når det gjelder sammensatte eller strukturerte produkter, har Kredittilsynet ved rundskriv og kommunikasjon med aktørene forsøkt å skape forståelig informasjon til nytte for forbrukerne. Uansett er imidlertid produktene så komplekse at det i mange tilfeller kreves særskilt veiledning. Finansdepartementet har fulgt opp saken ved å be Kredittilsynet utarbeide forskrifter.

Det er imidlertid all grunn til skepsis når det gjelder større engasjement i forbrukerspørsmål enn det som følger av tilsynets kompetanse. For eksempel har tilsynene i enkelte land blitt engasjert i håndtering av klager fra publikum og i driften av tvisteløsninger. Både av prinsipielle og praktiske årsaker bør dette ikke innføres. Dessuten har dagens ordning med Bankklagenemnda vist seg vellykket. Nemnda nyter stor respekt ved at avgjørelsene oftest blir etterlevd. Avgjørelsene er utvilsomt normgivende for banknæringen.

Det er også grunn til å være skeptisk når tilsynet sammen med forbrukermyndighetene påtar seg en ny rolle ved å utvikle en informasjonsportal. Allerede fokuserer media bredt på bankenes prissetting. Å opprette en informasjonsportal vil etter Sparebankforeningens syn bli kostbar og komplisert å holde oppdatert, og den vil sannsynligvis heller ikke være dekkende for alle typer produkter.

Veien fremover

På ett område har det nærmest skjedd en revolusjon de siste 20 årene, nemlig ved utarbeidelse av lover og forskrifter. Stadig flere lover og regler følger av EU-direktiver og EØS-medlemskapet. Dette har ført til stor grad av harmonisering av lovverket i EØS-statene. Sparebankforeningen ser Kredittilsynets store aktivitet i utviklingen av internasjonale rammebetingelser som positivt. Også de to bankforeninger bruker en god del ressurser for å påvirke regelverket på et tidlig tidspunkt. For norske myndigheter blir oppgaven i første rekke å sikre at norske banker får like gode rammebetingelser som de utenlandske.

Innføring av Basel 2 med avanserte beregningsmetoder for kapitaldekning og med utvikling av nye metoder for å verifisere operasjonell risiko, samt nye og utvidede rammer for nasjonalt og internasjonalt tilsynsarbeid, innebærer at Kredittilsynet står ovenfor spennende utfordringer i årene som kommer. Også regelverket på regnskapsområdet og verdipapirhandelområdet endres som følge av implementering av internasjonale regler. Kredittilsynet synes således ikke å bli arbeidsløs i årene som kommer.

Da Kredittilsynet ble etablert, gikk ingen høringsinstanser i mot dette. Sparebankforeningen tok dog til orde for at også næringen burde være representert i Kredittilsynets styre. Jeg ser ikke bort fra at en slik løsning kunne bidra til en enda bedre dialog mellom næringen og tilsynet, for eksempel når det gjelder ressursanvendelse.

I 1992 anbefalte flertallet i en arbeidsgruppe at Kredittilsynet opphørte som selvstendig enhet og ble inkorporert i Norges Bank, mens mindretallet foreslo at tilsynet fortsatte som et selvstendig og uavhengig organ. Sparebankforeningen støttet flertallets forslag, men så også ulemper med en sammenslåing. Det viktigste argumentet var at en antok at en på denne måten kunne få til et mer kompetent og effektivt tilsyn med større fleksibilitet i ressursbruken. Ikke minst ble det vektlagt at Norges Bank allerede hadde et overordnet ansvar for et sunt finansvesen, og hadde medarbeidere med bred kompetanse og god innsikt i finansvesenets funksjonsmåte.

I ettertid må en si at Sparebankforeningens skepsis til om et selvstendig tilsyn kunne skaffe tilstrekkelig kompetanse, er gjort til skamme. Inntrykket er at tilsynet har vært gjennom en kompetansemessig nivåheving, og at institusjonen nyter stor respekt. På vegne av sparebankene gratulerer jeg med dagen og understreker at 20 år er ingen alder.

Kapittel 16

BROR PETTER GULDEN

Tilsyn med revisorer

*Bror Petter Gulden er studierektor ved
Institutt for regnskap, revisjon og jus,
Handelshøyskolen BI.*

Hovedformålet med revisjon er å gi beslutningstakere i næringslivet trygghet for at et foretaks årsregnskap ikke er beheftet med vesentlig feilinformasjon. Verdien av revisors attestasjon er betinget av at revisor har høy integritet, er kompetent og objektiv og reviderer med nødvendig kvalitet, og, ikke minst, at beslutningstakerne har tillit til at disse betingelsene er oppfylt. Revisorer er som mennesker flest – ikke alle har en naturgitt integritet og medfødte holdninger som holder dem på den smale sti. Det eksisterer et behov for instanser som trekker opp retningslinjer, kontrollerer at retningslinjene følges og som sanksjonerer ved overtredelse. Det er essensielt at disse instansene besitter stor autoritet og profesjonalitet. Oppgavene må ikke nødvendigvis ivaretas av det offentlige, og i flere land er de tillagt revisorenes egne bransjeorganisasjoner. At regulering, kontroll og sanksjonering legges til offentlige organer, skaper likevel en distanse til profesjonen som kan styrke omverdenens tillit til profesjonsutøverne.

Kort historisk oversikt

De første norske lovbestemmelsene om revisjon av private regnskaper kom inn i konkurslovgivningen i 1899. I lovforarbeidene var det foreslått at revisor skulle være ”autorisert”, med henvisning til en idé som Norges Handelsstands Forbund hadde lansert allerede i 1890. Forslaget ble ikke fulgt opp i 1899, men i 1910 kom den første norske godkjennelsesordningen, børsautorisasjon. Ordningen ble forvaltet i fellesskap av Handelskammeret, børsene i de store byene og de børsautoriserte revisorenes egen forening. Børsautorisasjon ble avløst av statsautorisasjon i 1929, og fra da av lå forvaltningen av revisjonsområdet hos Handelsdepartementet.

Frem til 1964 var det bare aksjeselskaper, banker, forsikringsselskaper og boligsparelag som hadde revisjonsplikt, og hvem som helst kunne påta seg revisjonsoppdrag. Tittelen statsautorisert revisor var et kvalitetsstempel, men det fantes en frodig underskog av

praktiserende revisorer som ikke hadde noen form for offentlig godkjenning. Revisorloven av 1964 innførte radikale endringer: Omfanget av revisjonsplikten ble sterkt utvidet, det ble innført en ny klasse godkjente revisorer, de registrerte, og revisjon av revisjonspliktige foretak ble forbeholdt statsautoriserte og registrerte revisorer. Handelsdepartementet beholdt forvaltningsansvaret frem til 1. januar 1988, da departementets portefølje ble fordelt på Næringsdepartementet og Finansdepartementet. Sistnevnte overtok forvaltningen av revisjonsområdet. Det utøvende forvaltningsansvaret ble delegert til Kredittilsynet, der det ivaretas av Avdeling for regnskaps- og revisortilsyn, Seksjon for revisorer og regnskapsførere, mens lovforvaltningen er Finansdepartementets ansvar.

Forvaltningsordningen og rettssikkerheten

Sentrale forvaltningsoppgaver på revisjonsområdet omfatter forvaltning av revisjonslovgivningen, godkjenning av revisorer/revisjonsselskaper og tilsyn med revisorenes yrkesutøvelse, og sanksjonering ved regelbrudd. For å redusere faren for maktmisbruk, bør disse forvaltningsoppgavene utføres av gjensidig uavhengige organer. På revisjonsområdet, som på en lang rekke andre forvaltningsområder, bryter den norske forvaltningsordningen med dette prinsippet. Skillet mellom lovforvaltningen og de andre oppgavene er til en viss grad ivarett ved at lovforvaltningen er tillagt Finansdepartementet. Derimot har Kredittilsynet ansvar både for godkjenning av og tilsyn med revisorene og for sanksjonering. Og selv om Kredittilsynet er et selvstendig, uavhengig myndighetsorgan, er forbindelsen til lovforvalteren ikke ubetydelig, siden Kredittilsynets styre oppnevnes av Kongen i statsråd etter innstilling fra Finansdepartementet.

Konsentrasjon av makt har ikke bare ulemper – så lenge makten anvendes med forstand, skaper det effektivitet, stabilitet og forutsigbarhet. Vi så likevel et eksempel på hva maktkonsentrasjon kan føre til da Norge implementerte en del av det såkalte BCCI-direktivet i kredittilsynsloven § 3a i 1996. Direktivet påla EØS-landene å kreve at revisor i typiske finansinstitusjoner (banker, forsikringsselskaper m.m.) rapporterer visse alvorlige forhold til tilsynsmyndighetene. Hensikten var å forhindre nye skandaler av samme type som da Bank of Commerce and Credit International kollapset i 1991. I Norge ble rapporteringsplikten utvidet til å gjelde for revisorer i alle foretak som er underlagt Kredittilsynets tilsyn – det vil si også i foretakstyper som for eksempel eiendomsmevlere, autoriserte regnskapsførere og revisjonsselskaper. Hvis forvaltningsansvaret for lovgivningen var klarere atskilt fra tilsynsansvaret, kan det være at lovgiverne hadde vedtatt en minimumstilpasning til direktivbestemmelsen. Bakgrunnen for denne påstanden er at lovendringen kom i en periode da det ble debattert om revisorene skulle pålegges å rapportere mistanke om lovbrudd til påtalemyndighetene, der konklusjonen ble at anmeldelsesplikt ikke var ønskelig.

Skillet mellom lovforvaltning og sanksjonering er svekket ved at Finansdepartementet er ankeinstans for avgjørelser i Kredittilsynet. Revisorrådet, et råd oppnevnt av Kongen i statsråd, eksisterte frem til ny revisorlov trådte i kraft 1. august 1999. De siste årene besto rådets arbeid stort sett i å avgi uttalelser i klagesaker. Revisorrådet ble avskaffet med den begrunnelse at man ikke har tilsvarende organer på andre profesjonsområder. Fra 2005 har Finansdepartementet hatt hjemmel i revisorloven til å opprette en klagenemnd som skal avgjøre klager på vedtak i Kredittilsynet, men hjemmelen er ikke benyttet. En revisor som

ikke når frem med sin anke i Finansdepartementet kan gå til sivilt søksmål mot staten, men det er en lang og potensielt kostbar prosess.

Den vanligste reaksjon fra Kredittilsynet overfor revisorer som ikke følger spillereglene, er å gi merknad og eventuelt pålegg om utbedring. En merknad er ikke en sanksjon og har ingen rettsvirkning – den er en meningsytring fra Kredittilsynets side og er ikke gjenstand for formelt vedtak. En merknad, for eksempel i form av kritikk eller streng kritikk, kan derfor ikke påklages og overprøves. Rettssikkerhetsmessig er det uheldig, fordi en merknad kan ha stor reell betydning for revisor. For eksempel kan streng kritikk fra Kredittilsynet skade et revisjons-selskaps anseelse og gjøre det vanskelig å holde på attraktive klienter, skaffe nye klienter og å holde på og rekruttere dyktige medarbeidere.

Lovens bestemmelser om utførelsen av revisjon har siden 1964 grovt sagt vært begrenset til et krav om at revisjonen skal utføres i samsvar med den rettslige standarden ”god revisjons-skikk”. Den norske Revisorforenings revisjonsstandarder har etter hvert fått stor betydning ved bedømmelse av kvaliteten av revisjonsarbeid, men de gir bare uttrykk for revisorenes egne oppfatninger og har ingen rettslig status. EUs reviderte åttende rådsdirektiv bestemmer at nasjonal lov skal kreve at revisjonen utføres i samsvar med internasjonale standarder som er godkjent av EU-kommisjonen. Direktivbestemmelsen må implementeres i norsk lovgivning senest sommeren 2008. Sannsynligvis vil de EU-godkjente revisjonsstandardene bli vedtatt som forskrifter, og revisjonsutførelsen blir derved detaljstyrt av lovgiverne i en grad den aldri har vært tidligere. Selv om innholdet i standardene reguleres på EU-plan, medfører endringen ytterligere maktkonsentrasjon hos myndighetene.

Forvaltningsordningen og revisors uavhengighet

Uavhengighet er en del av fundamentet for revisjonen – avhengighetsforhold kan skade revisors objektivitet, og mistanke om avhengighetsforhold kan skade omverdenens tillit til revisor. Revisor må være uavhengig av alle fysiske og juridiske personer som har interesser knyttet til klientens økonomi og regnskaper. Da Handelsdepartementet fordelte sin forvaltningsportefølje, argumenterte revisorene mot at Finansdepartementet skulle overta ansvaret for revisjonsområdet. Skatte- og avgiftsmyndighetene er underlagt Finansdepartementet, og disse etatene har sterke interesser knyttet til revisjonsklientenes økonomiske rapportering. Revisorene mente at tilliten til revisorene kunne svekkes, fordi revisjonsklientene og andre kunne få inntrykk av at revisorene tok særlige hensyn til de offentlige interessene. Argumentet forsterkes av at Finansdepartementet forvalter lovgivning som regulerer virksomheten for en rekke selskaper av stor offentlig interesse, som banker og forsikringsselskaper, som også er revisors klienter.

Revisorenes frykt for følgene av at Finansdepartementet overtok revisjonsområdet har vist seg å være overdrevet. At de utøvende forvaltningsoppgavene ble delegert til et selvstendig tilsynsorgan, reduserte også Finansdepartementets innflytelse. Derimot ville nok revisorene foretrukket at disse oppgavene ble lagt til et annet organ enn Kredittilsynet. Kredittilsynet har sterke egeninteresser knyttet til revisjon, ved at mange av revisorenes viktigste klienter også er under tilsyn av Kredittilsynet.

Utviklingen i EU og USA

Innen EU er det store nasjonale forskjeller med hensyn til forvaltningen på revisjonsområdet. EUs reviderte åttende direktiv foreskriver at medlemslandene må opprette offentlig tilsyn med revisorene. Tilsynsorganet skal ha det endelige tilsynsansvaret med godkjenning av revisorer og revisjonsselskaper, med etterutdanning, kvalitetssikring, ettersyn og disiplinærsystem og med godkjenning av standarder for etikk, for revisjon og for intern kvalitetskontroll i revisjonsselskaper. Direktivet krever at medlemslandene innfører egnede sanksjoner, herunder tilbakekallelse av godkjenning. Sanksjonering er ikke nevnt som en oppgave som skal ivaretas av tilsynsorganet, men det er heller ikke noe forbud mot det. Direktivet inneholder ingen bestemmelser om hvor i forvaltningsapparatet tilsynsorganet skal være plassert. Det kan legges til et eksisterende finanstillsyn, som i Norge, men det kan for eksempel også opprettes egne revisortilsyn. Bakgrunnen for EUs innstramning av forvaltningen på revisjonsområdet er først og fremst et ønske om harmonisert og effektiv regulering, men den er også influert av de mange grove tilfellene av uredlige regnskapsrapportering og mangelfull revisjon som er avdekket de senere årene. I utkastet som ble publisert i 2005, sies det i innledningen: “This proposal is not a knee-jerk reaction to recent corporate scandals. It is the logical consequence of a reorientation of the EU policy on statutory audit started back in 1996. However, the initial thinking has been adapted to take account of the most recent scandals.” Den norske forvaltningsordningen oppfyller direktivets krav på de aller fleste punkter, og det er sannsynligvis bare nødvendig med små justeringer.

I USA ble the Sarbanes-Oxley Act vedtatt i 2002, kort tid etter Enrons og revisjonsselskapet Andersens fall, og loven kan synes noe preget av panikk og brannslukking. Lovens formål er å beskytte investorer ved å sikre at informasjon som publiseres av børsnoterte selskaper er nøyaktig og pålitelig. The Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) ble etablert, et organ som blant annet fører tilsyn med revisorene og med revisjonen av børsnoterte selskaper. PCAOBs styre har fem medlemmer, som oppnevnes av the Securities and Exchange Commission (SEC), etter konsultasjon med finansministeren og styrelederen i sentralbanken. Tilsynsorganet er en selvstendig organisasjon og er ikke underlagt andre statlige forvaltningsorganer. Blant PCAOBs oppgaver er å registerføre godkjente revisjonsselskaper, utarbeide og/eller godkjenne standarder for revisjon, kvalitetskontroll, etikk, uavhengighet og annet, og å føre tilsyn med og sanksjonere mot revisjonsselskapene. Forvaltningsmodellen ligger nær den norske, men det er noe klarere skille mellom lovforvaltning og tilsyn/sanksjonering. I motsetning til i Norge er tilsynet med verdipapirmarkedet, kredittinstitusjoner og revisorer tillagt forskjellige organer. Tilsynsorganene er uavhengige av hverandre, selv om SEC som nevnt utnevner styremedlemmene i PCAOB.

Oppsummering

Selve grunnlaget for revisorenes virksomhet er at omverdenen har tillit til dem, og offentlig regulering og kontroll er i høy grad med på å sikre denne tilliten. Det vil alltid være revisorer som mener at myndighetene har for stor innflytelse på deres yrkesutøvelse, og det kan være uenighet mellom revisorene og myndighetene om lovforklaring, lovanvendelse, reguleringsutspill og annet. Likevel er det er nok bred enighet blant revisorene om at et sterkt og engasjert offentlig revisortilsyn er et gode for profesjonen.

Fra et rettssikkerhetsperspektiv har den norske forvaltningsordningen en del alvorlige svakheter, men forvaltningen på revisjonsområdet fremstår som relativt nøktern – problemet er ikke faktisk maktmisbruk, men potensialet for maktmisbruk. Norges medlemskap i EØS medfører at lovkravene på revisjonsområdet i stor grad fastlegges av EU-myndighetene, og så lenge disse myndighetene er under tilfredsstillende demokratisk kontroll, er det liten grunn til å frykte alvorlige overtramp. Revisorenes uavhengige stilling virker heller ikke nevneverdig svekket av at både Kredittilsynet og Finansdepartementet har egeninteresser knyttet til resultatet av revisjonen. Det er interessant å se at EU og USA i løpet av de siste årene har vedtatt lover som regulerer forvaltningen på revisjonsområdet på måter som langt på vei er sammenfallende med ordninger vi har i Norge, og som vi på noen punkter har hatt fra lenge før vi ble medlem i EØS.

Det er alltid et avveiningsspørsmål hvor langt man skal gå med offentlig regulering på et forvaltningsområde. Det er ikke mulig å oppnå full sikkerhet for at alle revisorer oppfyller alle krav til enhver tid, og man må akseptere at det dukker opp uheldige saker fra tid til annen. Det er likevel et tankekors at flere alvorlige tilfeller av mangelfull revisjon i Norge de siste årene er avdekket i kjølvannet av konkurser, der kreditorene er påført store tap. Disse tilfellene ble altså ikke forhindrede eller avdekket av en forvaltningsordning som på alle vesentlige punkter oppfyller de nye EU-kravene og som ligger svært nær den nye forvaltningsordningen i USA.

Jeg ønsker Kredittilsynet hjertelig til lykke med 20-årsjubileet og takker for at jeg er gitt anledning til å uttrykke disse meningene om en del av tilsynet som har svært stor betydning for den profesjonen der jeg har min bakgrunn.

Kapittel 17

BENT SOFUS TRANØY

Makt versus effisiens – hvorfor Kredittilsynet aldri blir en forbrukerorientert institusjon¹

*Bent Sofus Tranøy er førsteamanuensis ved
Institutt for statsvitenskap, Universitetet i
Oslo (UiO), og forsker ved Fafo.*

Liberalisering av kredittmarkedet og utvikling av det vi gjerne kaller moderne finansmarkeder reiser en rekke nye problemer for forbrukere, småsparere og ikke-profesjonelle aktører. Den bærende påstanden i denne artikkelen er at Kredittilsynet aldri kommer til å bli en fullgod garantist for småfolks interesser i finansmarkedet.

Det er to hovedgrunner til at det er slik. For det første foreligger det en permanent målkonflikt: Kredittilsynets primære ansvar er å verne om finansmarkedenes stabilitet, ikke om (små)brukernes interesser. Å sikre et stabilt marked er i alles (med et mulig unntak for konkursadvokater og revisorer og enkelte spesielt risikovillige spekulanter) interesse. Dermed er det også inntil et visst punkt i de ikke-profesjonelle brukernes interesse at tilsynet prioriterer slik. Samtidig gir den politikken som følger av et ønske om systemstabilitet ofte en mild føring i retning av omfordeling fra brukerne til institusjonene.

Den andre årsaken er knyttet til tilsynets grunnleggende forståelse av hva finansmarkedet er for noe. I Kredittilsynet, som i alle andre tilsyn med tilsvarende oppgaver, er det en konvensjonell økonomisk forståelse som råder grunnen: Finansmarkedet er en arena for effektiv allokering av samfunnets ressurser over tid. Markedet binder aktører med midler til overs sammen med folk med behov for investeringsmidler. Kreditorer og investorer får en avkastning som reflekterer den risiko de er villige til å løpe, og næringsdrivende og husholdninger får realisert lønnsomme – i en vid betydning av ordet – prosjekter de ellers hadde måttet vente med å gjennomføre. Det krever en del markedskonform regulering å få dette til, men når det fungerer – og det gjør det stort sett – tjener alle på det.

¹ Deler av denne artikkelen bygger på boka *Markedets makt over sinnene*, Aschehoug 2006.

En alternativ forståelse av finansmarkedet ville sette spørsmålet om makt – ikke effektivitet – i sentrum. Hvis vi som jeg skal gjøre i denne artikkelen, analyserer finansmarkedet som en arena for maktutøvelse, er det skjevt spill som avtegner seg. Et spill mellom profesjonelle og amatører hvor amatørerne gjennomgående trekker det korteste strået. Enkelt sagt mener jeg konvensjonell økonomisk teori overvurderer konsumentens evne til å opptre suverent og at man derfor undervurderer (ikke ignorerer, bare undervurderer) hvor ofte og/eller grundig forbrukeren gjør en dårlig handel.

Artikkelen diskuterer disse to påstandene og forsøker også å binde dem sammen. Nøkkelgrepet er å skille mellom tre typer markedsrett. Disse er rett som springer ut av monopol, kartell eller andre typer bindinger på konsumenten, rett knyttet til at tilbudssiden har informasjonsovertak og kontroll over rammene for handelen og endelig, rett som oppstår fordi tilbudssiden i noen tilfeller lykkes i å forme kundens oppfatninger og ønsker. Den første og enkleste rettformen, den som springer ut av at kunden av en eller annen grunn er bundet til sin leverandør, forsterkes av at tilsynet prioriterer systemstabilitet framfor andre hensyn.

Tilsyn tar mange hensyn

Da Victor Norman var arbeids- og administrasjonsminister, la han fram en melding om tilsynsvirksomhet i Norge.² Litt spisst formulert kan vi si at denne fremmet et ideal om ett tilsyn – ett hensyn. Det høres fint ut som idé og diskusjonen kan være nyttig som øvelse for å avklare hva et tilsyn skal drive med, men det er helt umulig som mål.

Forestillingen om ”ett tilsyn – én oppgave” bygger på en sviktende analogi til bedrifters målstruktur. På en handelshøyskole kan de lære bort at alle bedrifter har ett hensyn som går foran alle andre, hensynet til bunnlinjen. Så kan bedriften deles opp i ulike deler som tilordnes hvert sitt delmål som alle bidrar til å realisere hovedmålet. Det spørres om det er så enkelt i virkelige bedrifter, og så enkel er i hvert fall ikke politikken. Den kan ikke være det. Samfunnet har ikke ett mål: Demokrati og samfunnsstyring er stort sett hele tiden en øvelse i avveininger. Det finnes mange legitime hensyn å ta i et moderne samfunn – miljø versus kortsiktige økonomiske kostnader, lav prisstigning mot rimelige krav om lønnsvekst for grupper som er blitt hengende etter, infrastrukturinvesteringer versus budsjettbalanse, barn mot voksne, forbrukerpolitikk versus næringsutvikling og så videre.

I Kredittilsynets tilfelle kan man heller ikke maksimere med hensyn på en bestemt målvariabel. Også her må det veies. En liste over ulike hensyn jeg vil tro man har inne i slike avveininger kunne være: Systemstabilitet; tilliten til norsk finansnæring; redusere ”moral hazard”; norsk finansnærings konkurransevne; norsk næringslivs tilgang på (risiko)kapital; konkurransen i finansmarkedet; bedriftenes ønske om å ha forretningshemmeligheter; bedriftenes ønske om å få informasjon om sine kunder; kundenes krav på personvern; forbrukernes krav på informasjon og sammenlignbare tilbud; og bedriftenes ønske om enkle prosesser og størst mulig rett til å utforme sine egne tilbud slik det passer dem.

² St.meld. nr. 17 (2002-2003): *Om statlige tilsyn*. Arbeids- og administrasjonsdepartementet

Dette er eksempler på i utgangspunktet legitime hensyn som ofte vil være kryssende. Hvis vi hever abstraksjonsnivået er det lett å forestille seg at store deler av offentlig sektor har det på samme måte. På generelt grunnlag er det i og for seg ingen grunn til å beklage at den politiske styringens natur er slik, alternativet ville vært mye verre: Vi har flere lite tiltalende begrep vi bruker for å beskrive politiske styringssystemer som ikke i tilstrekkelig grad forsøker å balansere ulike hensyn. Det er kort sagt ikke noe å trakte etter.

Når det gjelder systemstabilitet har Kredittilsynet aldri sviktet forbrukerne. Vi kunne hatt en lang debatt om mangelen på preventive tiltak og den skjødesløse bruken av ansvarlig lånekapital under opphetingsfasen tidlig på 1980-tallet og hvem sin skyld det var (personlig er jeg mer tilbøyelig til å klandre Finansdepartementet og Norges Bank i akkurat den saken³), men ett poeng står fast, ingen norske bankkunder har fått regningen i kraft av sin rolle som innskyter. Selv om bankvesenet tapte enorme summer, i så måte har det norske systemet fungert.

Det som derimot er et iboende dilemma, selv om det i og for seg kanskje må være slik, er at Kredittilsynets selvforståelse gir systemstabilitet prioritet. Grunnen til at det må være slik, er at om systemet bryter sammen, blir alt annet meningsløst. Det minner om et behovshierarki: Overlevelse er viktigere enn luksus, blir det tilstrekkelig kaldt er varme klær viktigere enn fargen og designet på skjorta.

Stabile og solide institusjoner forutsetter en rimelig god inntjening over tid. Dette bidrar til at myndighetene, også Kredittilsynet, et stykke på vei vil se gjennom fingrene med at bankene ”stjeler” rentepunkter og gebyrlegger til over kostpris for å øke sin inntjening. Å sjekke at banker og andre finansforetak tjener ”nok” penger, er rett og slett blant tilsynets oppgaver.

I tillegg foregår det, spesielt innenfor betalingsformidlingen, et utstrakt samarbeid mellom bankene om standarder og tekniske løsninger. Da DnB fikk lov å kjøpe Postbanken og Postgiro, førte det til at Bankenes BetalingsSentral fikk monopol på betalingsformidling.

Kort sagt, i tilsynet med finansmarkedet vil krav om konkurranse bli veid opp mot hensynene til soliditet, inntjening og stordriftsfordeler. Avveiningen mellom stabilitet og effektivitet i finansmarkedet er vanskelig, og vi kan – for å gjenta det – heller ikke sette likhetstegn mellom denne og konflikten mellom produsent- og konsumenthensyn i andre markeder. Brukerne har en primær interesse av et stabilt finanssystem.

Spørsmålet blir i stedet om staten tolererer uforholdsmessig store inntjeningsmarginer og større muligheter for konsentrasjon av bankenes virksomhet i markedet, enn hva som er nødvendig for å opprettholde finansiell stabilitet. En grunn til å mistenke at det er slik, er at de personene som sitter i nøkkelposisjoner innenfor denne sektoren i dag, er sterkt preget av bank- og finanskrisen fra 1987 til 1993. I samfunnsfagene er det vanlig å snakke om ”kohort-effekter”. Det betyr at enkelte årskull kan formes av felles skjellsettende erfaringer, for eksempel et kraftig kollektivt traume.

³ For en seriøs diskusjon av dette tema fra denne forfatter, vises det til Tranøy, Bent Sofus (2000): *Losing Credit: The Politics of Liberalisation and Macro-Economic Regime Change in Norway 1980–92*, doctoral thesis, Bent Sofus Tranøy, Department of Political Science, University of Oslo.

De som er 40 år og eldre vil kanskje huske ”aldri mer 9. april-generasjonen” fra Aftenpostens debattsider gjennom hele den kalde krigen. Dette var folk som hadde opplevd tyskernes invasjon av Norge. Denne erfaringen formet deres syn på sikkerhetspolitikk resten av livet. En ikke urimelig hypotese er at de lederne som var unge under bank- og finanskrisen – flere av dem hadde også ansvarsfulle jobber den gangen; sentralbanksjef Svein Gjedrem var mektig ekspedisjonssjef i Finansdepartementet og Kredittilsynets sjef Bjørn Skogstad Aamo var i flere runder statssekretær med ansvar for økonomisk politikk hos statsminister Brundtland – vil kunne vurdere avveiningen mellom hensynet til stabilitet og hensynet til priser og konkurranse annerledes enn mennesker som ikke er preget av et slikt traume.

Markedsmaktens tre ansikter

Selv om det etter hvert finnes et uttall økonomiske modeller egnet til å stilisere nesten en hver tenkelig markedsstruktur og -logikk, har konvensjonell økonomi en hovedmodell alt annet sammenlignes med, og mer alvorlig – betraktes som avvik fra. At noe avviker fra idealet – slike avvik beskrives ofte som svikt, eller imperfeksjoner – innebærer fort et implisitt håp om at det kan kureres. Med smart regulering kan man få markedet tilbake i en akseptabel form for likevekt slik at ressursene brukes effektivt og ingen egentlig har noen grunn til å klage.

I et marked i en slik likevekt er det konsumenten som bestemmer. Produsentene må innrette seg etter konsumentenes ønsker. Slik er det fordi konsumenten har makt til å velge noe bort. Dette gjør at produsenten hele tiden må være lydhør overfor konsumentenes ønsker. Og konsumentene vet hva de vil ha og hva som maksimerer deres nytte og dermed lykke. De lar seg ikke påvirke, utnytte, utmatte, forvirre eller presse til å kjøpe noe annet enn det som best tjener deres interesser.

Denne måten å tenke på kan angripes langs flere linjer. Inspirert av den britiske sosiologen Steven Lukes kan vi skille mellom tre typer makt.⁴ Lukes skrev om politikk, men hans tankeskjema kan godt overføres til markedet og tilbudssidens makt over forbrukerne.

Først – og lettest å se, men ikke nødvendigvis å gjøre noe med – er den type makt man får når man har monopol, tilnærmet monopol eller kartell-lignende tilstander. Dette er en type makt økonomer er svært interessert i, det har vært skrevet mye om den, og i Norge er det først og fremst Konkurransetilsynets jobb å motvirke at den dannes og å sørge for at den ikke misbrukes der den allerede er dannet. Samtidig har Kredittilsynet et delansvar for konkurranseforholdene innenfor sitt område.

Et godt eksempel på hvordan myndighetene i Norge har valgt å la denne type makt konsolideres i Norge – fordi man tror store nasjonale enheter vil være til hjelp for norsk næringsliv – finner vi i DnB NOR-saken. Konkurransetilsynet var skeptisk og formulerte det slik i et brev av 19. august 2003 hvor det varslet om inngrep mot fusjonen:

I denne saken er det ikke tilstrekkelig å bare se på markedsmakt i enkeltmarkeder. DnB NOR får et aktivt kundeforhold til mellom 60 og 70 prosent av Norges befolkning.

⁴ Lukes, Steven (2005, 2. utg.): *Power: A Radical View*. Basingstoke: Palgrave

Kundemobiliteten i mange av markedene er lav, og produktpakker, totalkunderabatter og gebyrer for å flytte lån bidrar ytterligere til å binde kundene til selskapene. DnB NOR vil få en markedsposisjon og et distribusjonsnettverk som vil gjøre det mer lønnsomt å øke inntjeningen fra de eksisterende kundene enn å konkurrere med andre aktører om nye kunder.

DnB NOR bekjempet tilsynet med landets beste og dyreste advokater på sin side. Statens tilsyn stod mot en bank hvor staten er dominerende eier, men det var nok banken som hadde størst ressurser til disposisjon – et ironisk men forutsigbart aspekt ved markedssamfunnets logikk. Banken gikk med på å selge seg litt ned her og der, men ikke verre enn at det nye konsernet da fusjonen var gått gjennom, var *største aktør i Norge på bankvirksomhet, forsikring, verdipapirer, kapitalforvaltning og eiendomsmegling*. Et godt eksempel på hvordan forbrukerhensyn (som i dette tilfellet var sammenfallende med konkurransehensyn) ofte må vike for mektige næringsinteresser.

Det er interessant at Konkurransetilsynet skriver at banken vil komme til å finne det mer lønnsomt å øke inntjeningen fra eksisterende kunder. Dette peker tilbake på et paradoks i markedssamfunnet, et paradoks som sannsynligvis går utover den virkelighetsforståelsen Konkurransetilsynet legger til grunn: Selv der det finnes billigere alternativer er det et mindretall som velger bort sin nåværende leverandør, vi ser det blant annet i markedene for strøm, telefoni og bank. Et humoristisk, men likevel talende eksempel finner vi hos den britiske historikeren Perry Anderson. Han har regnet ut at i Frankrike har en gjennomsnittlig voksen person et mer langvarig forhold til banken sin enn til ektefellen: Folk skiller seg raskere fra mannen eller kona enn fra banken. Det er klart banker – og da særlig store banker med en gigantisk kundemasse å ta av – utnytter dette. Det blir fort mer lønnsomt å opptre slik at man får en viss avskalling av de mest bevisste kundene hvis man samtidig klarer å melke det store flertallet.

Flere mekanismer kan bidra til å forklare slik forbrukeratferd. Én er at i et samfunn hvor valgfrihet er et uttalt politisk mål og hvor den faktisk stadig blir større, vil de samlede kostnadene forbundet med informasjonshenting, prosessering og beslutningstaking også vokse. Folk flest er rett og slett ikke villige til å prioritere slik i livene sine. Vi er amatører i de aller fleste markeder vi opptrer i, og vi har bare vår egen fritidsavgrensede ”saksbehandlerkapasitet” å ta av. Dette resonnementet harmonerer godt med forskning på beslutningstaking: Flertallet velger minste motstands vei – eller standardvalget hvis det finnes et slikt.

Når folk i Pennsylvania kjøper bil, må de forsikre seg. Standardvalget – det de får hvis de ikke aktivt velger noe annet – er det vi ville kalle ”fullkasko” – en dyr polise med omfattende dekning. Derfor har over halvparten av alle bileiere der en slik forsikring. I nabostaten New Jersey – som ikke har et vesensforskjellig trafikk- eller risikobilde – er standardvalget en billigere (forskjellen kan være flere hundre dollar i årlig premie) og mindre omfattende forsikring. Der har mindre enn 10 prosent den dyre forsikringen. Resten har den billige og mindre omfattende varianten.

En forsker som har markert seg med studier av slike problemer, er James J. Choi ved Yale i USA. Han har funnet ut at tendensen til å velge minste motstands vei er så sterk at for eksempel frivillige pensjonsordninger og lignende bør utformes med hensyn til dette. Gjør

standardbeløpet som trekkes for pensjonssparing høyere, er en av hans anbefalinger. Hans studier av hvordan folk velger har altså ledet ham fram mot en paternalistisk ”jeg vet hva som er best for deg”-konklusjon. En måte å tenke på som mange prinsipielle liberalere kanskje ville reagere negativt på. På den annen side foreslår han ikke å ta fra folk valget; de som orker å forholde seg til mange alternativer, kan fortsatt gjøre som de vil. Han ønsker bare at arbeidsgivere og offentlige myndigheter skal ta hensyn til at flertallet av oss ofte velger det amerikanerne kaller ”the default option”, altså det du får hvis du ikke forholder deg aktivt. En annen strategi er å gjøre ”the default option” helt grotesk. Håpet er i så fall at dette tvinger folk til å gjøre et annet og mer gjennomtenkt valg. Jeg tror dette er en risikabel strategi. Det virker ikke riktig å ofre hensynet til dem som fremdeles ikke ”våkner”, selv om det kan innebære at flertallet gjør bedre og mer gjennomtenkte valg.

Dermed er vi over i en diskusjon av den andre typen makt vi har definert her, regi- og informasjonsmakt og makt over alternativene og retten til å foreslå hvordan en avtale skal formes. Se på et typisk forsikringsdokument. Det er beheftet med i hvert fall to svakheter som reflekterer selskapenes vilje til å misbruke sin regimakt. For det første er det typiske dokument utformet, ikke for at man skal lese det og forstå det, men for at man skal resignere og signere. Virkelighetens kunder er mindre energiske og kunnskapsrike enn de tradisjonell økonomisk teori forutsetter. For det andre er dokumentene utformet slik at det er svært vanskelig å sammenligne tilbud fra to ulike selskap. Forbrukerrådet har påpekt dette en rekke ganger, men intet skjer. Slik undergraves innholdet i konsumentens valgfrihet og resultatet kan avleses i selskapenes bruttomarginer.

Utover at folk mangler energi og kompetanse kan det som fortoner seg som slett forbrukeratferd – men som altså bare er slik folk er, og kanskje bør være, hvem liker vel, eller ønsker å være, en liten regnemaskin som alltid tenker på pris – forklares av flere mekanismer kognitive psykologer og eksperimentelle økonomer har kartlagt de siste årene.⁵

En annen systematisk skjevhet som kan utnyttes av tilbydere med regimakt, er at vi verdsetter penger vi allerede har, mer enn muligheten for en tilsvarende gevinst. Vi er mer redd for å tape det vi føler at vi har, enn vi er for å gå glipp av en like stor framtidig premie. Det betyr at om en transaksjon presenteres som noe som gjør at vi unngår et tap, eller som en premie vi kan få, kan ha betydning for hvor mange som velger å gjennomføre den. En butikk som ønsker at folk skal betale kontant og ikke med kredittkort, bør innføre et *kredittkortgebyr* framfor å kalle – akkurat den samme – ordningen *kontantrabatt*.

En tredje tendens – nær beslektet med tapsaversjonen diskutert over – er at vi ofte nekter å se bort fra kostnader og tap vi burde avskrive fordi pengene allerede er brukt og handelen ikke kan reverseres. Dette kan for eksempel gjøre at folk sitter for lenge på aksjer de strengt tatt aldri burde kjøpt. Jeg kjøpte andeler i et Japan-fond i desember 1999. I løpet av et drøyt år var 50 tusen kroner blitt til 25 tusen kroner. Hvis jeg hadde vært rasjonell i henhold til standard økonomisk teori, ville jeg ansett de 25 tusen som var igjen som en hvilken som helst annen pott med 25 tusen i. Jeg burde følt meg fri til å velge et annet fond, for eksempel et

⁵ For en god, men for den kresne, utdatert oversikt – dette er et felt hvor det skjer mye for tiden – se: Sunstein, Cass (red.) (2000): *Behavioral Law and Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.

Skagenfond, for dette selskapet hadde jeg fått et godt inntrykk av. Men ikke tale om. Jeg skjønte at min hjemmesnekra ”Japan-analyse” hadde slått helt feil, og at jeg måtte regne med å vente veldig lenge før jeg var i nærheten av 50 tusen kroner igjen i det dyre Nordea-fondet jeg hadde kjøpt meg inn i. Det irriterte meg at Nordea – i likhet med de fleste norske fondsleverandører – opererte med høye prestasjonsuavhengige gebyrer; likevel var det ikke tale om at jeg greide å trekke meg ut da. Hvis jeg bare ventet litt til, måtte det jo snu snart. Det var ikke hvilke som helst penger for meg lenger, det var Japan-pengene mine, og jeg ville ha dem tilbake som Japan-penger.

En fjerde tendens er at vi påvirkes av det som kalles kontrasteffekter. Vår vurdering av et objekt påvirkes av hva det blir sammenlignet med. En sirkel oppfattes som større hvis den presenteres sammen med mindre sirkler og som mindre hvis den er omgitt av større sirkler. Dette utnyttes ved salg av ulike spareprodukter. Ved salg av aksjefond for eksempel, gjøres det gjerne et utsnitt som presenterer aksjemarkedet i best mulig lys sammenlignet med banksparing. Går aksjemarkedet så det suser, nøyer man seg kanskje med å sammenligne i et femårsperspektiv, går det litt trått akkurat nå blir horisonten fort forlenget.

Selv om vi ser gjennom fingrene på manipulasjon gjort for å maksimere kontrasteffekten viser de fleste mer nøkterne sammenligninger at aksjemarkedet gir høyere avkastning enn banksparing over tid. Det er blitt en vedtatt sannhet. Til tross for dette bør vi gå mer detaljert til verks når vi snakker om noe som blir stadig viktigere – nemlig pensjonssparing. Her er nemlig tilfellet at hver og en av oss lever med en konkret horisont. Jeg skal gå av om ca. 25 år. Begynner jeg å spare i dag, er jeg interessert i avkastningen i den 25-årsperioden som begynner nå. Deler vi aksjemarkedets historie i Norge eller i USA opp i en lang serie 25-årsperioder, år for år, er det bare ca. halvparten av disse periodene som gir bedre avkastning enn bank. Og de virkelig dårlige periodene kan være svært dårlige.

Strategien blir å begynne med mange aksjer for så å selge seg ned mot mindre risikable instrumenter etter hvert som pensjonsalderen nærmer seg, svarer forvaltningsmiljøet. Et krevende løp. Du må fremdeles ha en forvalter som makter å selge når markedet er rimelig høyt. Og selv om han eller hun skulle greie det, blir det fort dyrt. Forvaltere og rådgivere tar gjerne en to-tre prosent hver gang du skal flytte pengene dine fra en form til en annen. Det er lett å lage en modell hvor du har spilt markedet riktig, og vunnet i forhold til banksparing, men hvor hele gevinsten går bort i honorarer. Samtidig har du tatt en stor risiko underveis. Hvem tar ansvaret for å formidle slike resonnementer ut til kundene, Kredittilsynet? Og skulle tilsynet begynne med slikt, ville det makte å overdøve bankenes såkalte rådgivere? Mer om dem under.

En femte tendens er vår vilje til å operere med ulike budsjett og regnskap for ulike formål. For en konvensjonell økonom er en krone lik en krone lik en krone. For oss andre er konteksten helt avgjørende. Når vi for eksempel skal selge en leilighet reagerer nok mange av oss litt på meglerhonorarets størrelse, eller den regionale monopolistens annonsepriser. Men så ser vi disse beløpene i kontekst av transaksjonens verdi, tenker at vi kan ikke gamble nå, de fleste av oss selger jo eiendom bare noen få ganger i livet, og aksepterer det vi blir budt. Vi ser det samme i mange forvaltningssituasjoner. Summen vi betaler til vår forvalter, transaksjonskostnaden, er stor i absolutte termer, men liten som andel.

En sjette og nært beslektet tendens er at når vi agerer i markeder, trenger vi et anker for våre prisforventninger. Vi går ikke rundt og vet hva alt mulig bør koste, vi vet ikke en gang hva vi er villige til å betale. En god ekspeditor kan påvirke min betalingsvilje ved å vise meg den dyreste jakken først, slik påvirker han min vurdering av hvor rimelig den nest dyreste er priset. 4950 kroner virker ikke lenger så urimelig når det innebærer at jeg behersker meg og ikke kjøper en til 7899. Alle forhandlinger må begynne et sted og den som klarer å definere dette utgangspunktet har vunnet mye. Rune Hauge fikk en oppsiktsvekkende provisjonsutbetaling på 100 millioner kroner da han solgte rettighetene for norsk fotball for 1 milliard. En av grunnene til at han fikk ut så mye penger er at han lyktes i overbevise Norges Fotballforbund om at 500 millioner kroner var et naturlig ”gulv” å gå ut fra når hans provisjon ble beregnet. Avtalen var strukturert slik at han fikk 15 prosent av alt over 500 millioner kroner. Med en milliard i endelig sum – ikke minst takket været et formidabelt salgsarbeid – ble provisjonen enorm. Men det er ikke poenget mitt. Poenget er selve forankringen, og makten til å forankre.

Rune Hauge – som en av svært få eksperter på et svært komplisert og dynamisk marked evnet å ”forankre” fotballforbundets prisforventning. Mange eiendomsmeglere gjør det samme i mindre skala. De siste årene har det blitt mer og mer vanlig at meglere foreslår en avtale hvor selger betaler for eksempel 1,7 prosent av alt opp til takst og 10 prosent provisjon for alt over takst. En ordning som har gitt mange meglerforetak gode ekstraintekter i et vedvarende stigende marked. Hvor kommer forankringen av knekkpunktet for avtalen – altså taksten – fra? Fra en takstmann. Hvem foreslår denne, og har mulighet til å formidle stadig nye oppdrag til den samme takstmannen, jo megleren.

Listen over trekk ved menneskers vurderingsevne som kan utnyttes av meglere og selgere, kan gjøres mye lengre. Ikke minst er det gjort mye spennende forskning som viser hvordan vi vurderer sannsynligheter på en måte som avviker fra det en kanskje skulle tro. Vi er både mer optimistiske (det vil ikke ramme meg) og i noen tilfeller mer pessimistiske (noen nær meg fikk en sjelden sykdom, så nå er jeg livredd for å få det samme) enn hva en informert sannsynlighetskalkyle skulle tilsi. Disse skjevhetene er kanskje særlig interessante når vi skal vurdere markedet for forsikringer, pensjoner og andre trygghetsrelaterte produkter. Med andre ord markeder der vi kan forvente rask vekst i det private tilbudet i årene som kommer.

Den siste formen for makt i min typologi er makten til å forme andre preferanser og deres forståelse av hva som er bra for dem. Dette er en form for makt mange privatøkonomiske rådgivere besitter. Situasjonen er satt opp som om du – en amatør med behov for veiledning – skal få nøytral og faglig basert hjelp. I realiteten møter du en selger med ulike provisjonsavtaler i ryggen. Dette gjelder ikke bare såkalt uavhengige rådgivere som så godt som uten unntak har ulike provisjoner fra ulike leverandører – det gjelder også i økende grad internt i finanskonsernene våre. De er organisert som internmarkeder der ulike avdelinger konkurrerer om selgernes gunst ved å by opp sine provisjoner. Resultatet er at enkelte mennesker lar seg overtale til å plassere mellomfinansieringslån i aksjefond mens de venter på at boligkjøp eller bygging skal gå i orden – eller at folk godt opp i 80-årene blir sittende med spareprodukter med lengre tidshorisont enn de selv har grunn til å operere med.

Å lykkes som selger i finansmarkedet handler ofte om å lykkes i å forme andres forventninger. Skandalene som ble avdekket i USA i månedene og årene umiddelbart etter

Enron (regnskaps-, revisjons-, analytiker- og meglerskandaler), hadde alle én ting til felles. De innebar misbruk av roller med det mål å bevisst feilpresentere et finansielt produkt fordi det var penger å tjene på å gi andre et falskt inntrykk. Finansmarkedet er fullt av potensielle rollekonflikter, det er tvilsomt om noe tilsyn noen gang greier å regulere dem bort.

Jeg kan gi en kort, tredelt konklusjon til denne diskusjonen. For det første har vi standardoppskriften: folk trenger opplæring i å opptre privatøkonomisk rasjonelt. Skolering er viktig og vel og bra, men det er grenser for hvor langt vi kan komme den veien. Dels fordi en del av mekanismene og maktformene jeg har beskrevet her vil virke selv om konsumentene av finansielle tjenester og produkter er mer kunnskapsrike, og dels fordi det medfører kostnader – kostnader som truer vår evne til å leve det gode liv – å skulle gå rundt i halvparanoid angst for å bli lurt samtidig som man manisk samler inn beslutningsrelevant informasjon. Derfor trenger vi for det andre mer regulatorisk oppmerksomhet rundt de ulike formene for maktmisbruk som finansmarkedet inviterer til. Jeg vil på generelt og upresist grunnlag foreslå at det konseptuelle og teoretiske fundamentet for tilsynsvirksomhet bør utvides, og så får jeg heller overlate detaljene til ekspertene.

For det tredje trenger vi å utvide vanlige folks – de ikke-profesjonelle brukernes – tilgang til genuint uavhengig rådgivning og overkommelig priset advokathjelp. Hvordan man skal skape et marked for rådgivere som ikke tar provisjon vet jeg ikke. Ved å nekte dem det? Og hva med rimelig priset advokathjelp? Velferdsstaten er god på omsorg, utdanning og helse. Rettshjelp er et gapende hull og folk med vanlige inntekter tenker seg om både to og tre ganger før de søker profesjonell hjelp. Her må det rett og slett brukes offentlige midler. Om den politiske viljen finnes, er et annet spørsmål.

Appendiks

Aktuelle oversikter for Kredittilsynets virksomhet i perioden 1986–2006

Styresammensetningen i Kredittilsynet 1986–2006

Kredittilsynet ledes av et styre på fem medlemmer oppnevnt av Finansdepartementet for en periode på fire år. Inntil 2004 ble styret oppnevnt av Kongen i statsråd.

Ved kgl. res. 13. desember 1985 ble følgende personer oppnevnt som medlemmer av styret for Kredittilsynet gjeldende fra ikrafttreddelsen av kredittilsynsloven (24. mars 1986):

1986–1989

Professor dr. juris *Erling Selvig*, leder
Professor dr. med. Gudmund Harlem, nestleder
Visesentralbanksjef Kjell Storvik, styremedlem
Underdirektør Kristin Moe, styremedlem
Professor Arne Kinserdal, styremedlem

Styrets nestleder Gudmund Harlem døde i mars 1988. Styremedlem Arne Kinserdal ba seg i mai 1988 fritatt fra vervet. Som nye medlemmer ble direktør Inger Louise Valle og direktør Einar Hope oppnevnt, henholdsvis 29. april og 8. juli 1988. 29. april ble det også oppnevnt tre varamedlemmer til styret:

Helse- og sosialsjef Walborg Krosshaug
Førsteamanuensis Asbjørn Rødseth
Avd.direktør Jan Halvorsen

1990–1993

Professor dr. juris *Erling Selvig*, leder
Direktør Inger Louise Valle, nestleder
Visesentralbanksjef Kjell Storvik, styremedlem
Adm. direktør Kristin Moe, styremedlem
Adm. direktør Finn B. Henriksen, styremedlem

Førsteamanuensis Asbjørn Rødseth, varamedlem
Avd.direktør Jan Halvorsen, varamedlem

Visesentralbanksjef Kjell Storvik ba 9. oktober 1992 Finansdepartementet om å bli løst fra sitt styreverv i Kredittilsynet som følge av Stortingets beslutning oktober 1992 om at Norges

Bank ikke skulle være representert i tilsynets styre. Asbjørn Rødseth møtte fra dette tidspunktet i styret. I brev fra Finansdepartementet av 29. januar 1993 ble assisterende direktør Harald Bøhn oppnevnt som Norges Banks observatør til Kredittilsynets styre med virkning fra 1. januar 1993 og inntil videre.

1994–1997

I statsråd 3. desember 1993 ble følgende styre oppnevnt for perioden 1994–1997:

Professor dr. juris **Erling Selvig**, leder
Høyesterettsadvokat Else Bugge Fougner, nestleder
Professor Asbjørn Rødseth, styremedlem
Ass. skolesjef Mary Kvidal, styremedlem
Adm. direktør Ingebrigt Børsheim, styremedlem

Avd. direktør Jan Halvorsen, varamedlem
Statsautorisert revisor Hilde Louise Krogh, varamedlem

Ass. direktør Harald Bøhn, Norges Banks observatør

Jan Halvorsen tiltrådte som ekspedisjonssjef i Administrasjonsdepartementet 2. mai 1994, og trådte fra samme dato ut av vervet som varamedlem. Hilde Louise Krogh trådte ut av vervet som varamedlem 12. september 1994. Som nye varamedlemmer oppnevnte Finansdepartementet i brev av 25. november 1994 direktør Turid Hundstad og avdelingsdirektør Steinar Undrum.

Mary Kvidal trakk seg fra styrevervet da hun ble utnevnt til statssekretær i Energi- og industridepartementet i slutten av 1995. Advokat Eli Aas ble utnevnt som nytt styremedlem av Finansdepartementet 19. august 1996.

1998–2001

En ny periode startet i 1998. Ved kgl. res. 30. januar 1998 fikk styret denne sammensetningen (Det tidligere styret fungerte til og med januar 1998; jf. Kredittilsynets årsmelding for 1997):

Professor dr. juris **Erling Selvig**, leder
Høyesterettsadvokat Else Bugge Fougner, nestleder
Professor Asbjørn Rødseth, styremedlem
Advokat Eli Aas, styremedlem
Divisjonsdirektør Kolbjørn Almlid, styremedlem

Direktør Lisbet Hjort, varamedlem

Stedfortredende direktør i Norges Bank, Asbjørn Fidjestøl, observatør for Norges Bank

Else Bugge Fougner ble i 1999 fritatt for sitt styreverv (fra og med mai 1998 hadde hun permisjon fra vervet). Asbjørn Rødseth ble i brev av 27. august 1999 oppnevnt som nestleder

i styret. Samme dag ble advokat Hilde Myrberg oppnevnt som nytt styremedlem og avdelingsdirektør Morten Berg oppnevnt som andre varamedlem.

Stedfortredende direktør i Norges Bank, Asbjørn Fidjestøl, ble 1. juni 2000 fritatt fra vervet som observatør til styret på grunn av flytting til utlandet. Fra samme tidspunkt ble fagdirektør i Norges Bank, Henning Strand, oppnevnt som ny observatør. Morten Berg gikk ut av styret fra og med november 2000 på grunn av overgang til stilling i Nærings- og handelsdepartementet. Avdelingsdirektør Lasse Ekeberg ble 25. juli 2001 oppnevnt som nytt andre varamedlem.

2002–2005

Kredittilsynets styre oppnevnt fra 1. mars 2002 hadde følgende sammensetning:

Sivilingeniør **Finn Hvistendahl**, leder
Advokat Endre Skjørestad, nestleder
Advokat Eli Aas, styremedlem
Professor Erling Steigum, styremedlem
Lagdommer Nina Mår Tapper, styremedlem

Tingrettsdommer Marianne Berg, første varamedlem
Avdelingsdirektør Lasse Ekeberg, andre varamedlem

Fagdirektør Henning Strand, observatør for Norges Bank

Fagdirektør i Norges Bank, Henning Strand, var observatør fram til 3. desember 2003 da han ble avløst av direktør Birger Vikøren. Etter søknad ble lagdommer Nina Mår 10. august 2005 fritatt fra styrevervet. Tingrettsdommer Marianne Berg ble oppnevnt som nytt styremedlem, og som nytt første varamedlem ble førsteamanuensis Mette Bjørndal oppnevnt.

2006–2009

Finansdepartementet oppnevnte fra 1. mars 2006 følgende styre i Kredittilsynet for en ny fireårsperiode (fra 2004 har Finansdepartementet fått delegert myndigheten til å oppnevne styret i Kredittilsynet):

Sivilingeniør **Finn Hvistendahl**, leder
Advokat Endre Skjørestad, nestleder
Tingsrettsdommer Marianne Berg, styremedlem
Førsteamanuensis Hilde C. Bjørnland, styremedlem
Advokat Eli Aas, styremedlem

Førsteamanuensis Mette Bjørndal, første varamedlem
Avdelingsdirektør Lasse Ekeberg, andre varamedlem

Direktør Birger Vikøren, observatør for Norges Bank

Ansatterepresentanter i styret:

To medlemmer valgt av og blant de tilsatte supplerer styret ved behandlingen av administrative saker. De tilsattes representanter har vært:

1986: Kjell Arne Aasgaarden, Atle Eriksen
1987: Kjell Arne Aasgaarden, Anders N. Kvam
1988: Kjell Arne Aasgaarden, Anders N. Kvam
1989: Anders N. Kvam, Ole Petter Erlandsen
1990: Anders N. Kvam, Ole Petter Erlandsen
1991, første halvår: Anders N. Kvam, Ole Petter Erlandsen
1991, andre halvår: Kari Røren, Harald A. Hammer
1992: Harald A. Hammer, Lars Johnsen
1993: Harald A. Hammer, Lars Johnsen (fra 30.04.1993 Ole Jørgen Karlsen)
1994: Runa Kristiane Sæther, Kjersti Elvestad
1995: Runa Kristiane Sæther, Kjersti Elvestad
1996: Kjersti Elvestad, Erik Johansen
1997: Kjersti Elvestad, Erik Johansen
1998: Aud Kogstad, Tor A. Hvidsten
1999: Aud Kogstad, Gry Hege Karlsen (fra 24.09.1999 Kjell Engen)
2000: Aud Kogstad, Kjell Engen
2001: Kjersti T. Trøbråten, Ellen Jakobsen
2002: Kjersti T. Trøbråten (fra 18. august Johan Arnt Mettevoll), Ellen Jakobsen
2003: Ellen Jakobsen, Lisbeth Strand
2004: Ellen Jakobsen, Lisbeth Strand
2005: Lisbeth Strand, Angela Nygaard
2006: Lisbeth Strand, Angela Nygaard (fra 16. februar Nina Moss)

Kredittilsynsdirektører 1986–2006

1986–1987 Styreleder **Erling Selvig** fungerte også som daglig leder
1987–1992 **Svein Aasmundstad**
1992–1993 **Sven-Henning Kjelsrud** (konstituert)
1993– **Bjørn Skogstad Aamo** (gjenoppnevnt i henholdsvis 1999 og 2005 for åremålsperiode på seks år)

Kredittilsynets utgifter, regnskap 1986–2005

Totalt og fordelt på tilsynsområder, i mill. kr

	1986	1991	1996	2001	2005
Totalt:	25,3	46,0	73,8	111,4	160,8
Herav:					
Kredittinstitusjoner	13,3	20,7	28,2	35,7	50,8
Forsikring og pensjon	9,5	9,2	23,6	35,5	37,9
Verdipapiriområdet	1,5	6,9	9,6	18,5	36,8
Andre	1,0	9,2	12,4	21,7	35,3

Prosentfordeling

	1986	1991	1996	2001	2005
Totalt:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Herav:					
Kredittinstitusjoner	52,6	45,0	38,2	32,0	31,6
Forsikring og pensjon	37,5	20,0	32,0	31,9	23,6
Verdipapiriområdet	5,9	15,0	13,0	16,6	22,9
Andre	4,0	20,0	16,8	19,5	21,9

Utviklingen i antall stillinger og ansatte i Kredittilsynet 1986–2006

Utviklingen i antall stillinger

År	Stillinger Pr. 31.12.
1986	87
1991	103
1996	139
2001	172
2006	199*

*Tall pr. 30.06.

Utviklingen i antall fast ansatte – kjønnsfordeling

År	Fast ansatte				
	Totalt Pr. 31.12.	Kvinner	Prosent	Menn	Prosent
1986	71	29	41	42	59
1991	97	38	39	59	61
1996	134	63	47	71	53
2001	165	81	49	84	51
2006	198*	96*	48*	102*	52*

*Tall pr. 30.06.

Antall ansatte, utdanning og erfaring

År	Totalt antall ansatte	Herav:			Mer enn 5 års erfaring fra:	
		Økonomer*	Jurister	Aktuarer og revisorer	Tilsyn**	Bransje- erfaring
1986	71	13	15	6	25	8
1992	99	28	20	12	36	18
1998	139	47	30	16	64	29
2004	186	62	45	20	94	48
2006	198***	69	48	22	114	51

* Samfunns- og siviløkonomer mv.

** 30 ansatte med rene administrative oppgaver er ikke medregnet

*** Pr. 30.06.