

23. desember 2020

Koronapandemiens konsekvenser for fondsbransjen

Rapport fra arbeidsgruppe satt ned av styret i Verdipapirfondenes
forening

Innhold:

1. Innledning, arbeidsgruppens sammensetting og mandat	3
2. Sammendrag	4
3. Sentrale utviklingstrekk i bransjen de siste årene	5
4. Viktigste konsekvenser for bransjen	7
4.1. Kapitalmarkedenes funksjonalitet	7
4.1.1. Aksjemarkedet	7
4.1.2. Rentemarkedet	8
4.1.3. Valutemarkedet	10
4.1.4. Interbank-/swapmarkedet	10
4.2. Infrastruktur og andre underliggende forhold	12
4.2.1. Nordic Bond Pricing	12
4.2.2. Market makere i bank/verdipapirforetak	12
4.2.3. Rollen til VFF	13
4.2.4. Fond med valutasikrede posisjoner	13
4.3. Kundeadfærd	15
4.3.1. Norske personkunder	16
4.3.2. Norske institusjonskunder	17
4.3.3. Utenlandske kunder	18
4.3.4. Diskresjonære mandater	19
4.4. Bransjens omdømme	19
4.5. Praktiske konsekvenser	20
5. Tiltak som ble iverksatt for å lette krisen	20
5.1. Statens obligasjonsfond	20
5.2. Norges Banks virkemiddelbruk	22
5.3. Andre nasjonale tiltak	23
5.4. Internasjonale tiltak	24
6. Arbeidsgruppens vurderinger og anbefalinger	25
6.1. Innledning	25
6.2. Vurdering av tiltakene som ble satt inn	26
6.3. Anbefalinger	27

Vedlegg: Medlemsundersøkelse fra VFF

1. Innledning, arbeidsgruppens sammensetting og mandat

I kjølvannet av den omfattende markedsuroen som følge av utbruddet av koranapandemien våren 2020, besluttet styret i Verdipapirfondenes forening å etablere en arbeidsgruppe for å gjøre rede for de viktigste konsekvensene for bransjen og analysere effekten av de tiltakene som ble satt inn.

Arbeidsgruppen ble gitt følgende mandat:

«Arbeidsgruppen skal gjøre rede for de viktigste konsekvensene av koranapandemien for bransjen. Gruppen skal vurdere hvordan kapitalmarkedene, herunder sentrale markedsplasser og infrastruktur, har fungert under krisen, og også se på hvilke konsekvenser kundeadferden har hatt for forvaltningsselskapene. I tillegg bør gruppen se på hvilke omdømmemessige og praktiske konsekvenser pandemien har medført for bransjen.

Arbeidsgruppen skal videre analysere effekten av de tiltakene som myndighetene har iverksatt for å avhjelpe situasjonen for bransjen og vurdere foreningens rolle i denne fasen. Arbeidsgruppens rapport skal legges frem for styret senest innen utgangen av året.»

Arbeidsgruppen har bestått av følgende medlemmer:

- Helge Arnesen, Alfred Berg Kapitalforvaltning
- Anette Hjertø, DNB Asset Management
- Magny Øvrebø, Holberg Forvaltning
- Dagfin Norum, Storebrand Asset Management

Bernt S. Zakariassen og Christian Henriksen har vært sekretærer for arbeidsgruppen.

Som ledd i arbeidsgruppens evaluering ble det gjennomført en spørreundersøkelse blant samtlige av foreningens medlemmer. Resultatene fra denne undersøkelsen er vedlagt arbeidsgruppens rapport. I tillegg er tilbakemeldinger fra medlemselskapene også delvis omtalt i rapporten.

Oslo/Bergen, 23. desember 2020

Helge Arnesen

Anette Hjertø

Magny Øvrebø

Dagfin Norum

2. Sammendrag

Bakgrunn og hovedtrekk:

- Den norske fondsbransjen har hatt en betydelig vekst i forvaltningskapitalen de senere år. Forvaltningskapitalen økte med over 1 000 mrd. kroner fra utgangen av 2008 til oktober 2020 (373 %). I økende grad finansierer norsk næringsliv sin virksomhet gjennom obligasjonsutstedelse, og fondsbransjens rolle i finansmarkedene er mer sentral i dag enn tidligere.
- Norske foretak foretar i økende grad likviditetsplasseringer i korte rentefond. En større del av likviditetsbehovet dekkes gjennom innløsninger i verdipapirfond og diskresjonære mandater. Verdipapirfond brukes i økende grad til likviditetsplasseringer, og erstatter noe av den rollen som bankinnskudd har hatt.
- Til forskjell fra finanskrisen i 2008, ga koranapandemien svært hurtige og store utslag i alle finansmarkeder. Til tross for sterkt fallende kurser var imidlertid aksjemarkedene både i Norge og internasjonalt i all hovedsak velfungerende i den mest akutte fasen i mars/april. Derimot fungerte rentemarkedene svært dårlig og enkelte dager i mars beskrives som «tilnærmet total likviditetstørke».
- I forbindelse med nedstengningen som skjedde i samfunnet flyttet finansbransjen i stor grad på hjemmekontor. Det var trolig en medvirkende årsak til at markedene enkelte dager fungerte svært dårlig. I perioder var det vanskelig å få gjennomført valutatransaksjoner, og det var tilnærmet full stopp i interbankmarkedet. Dette forplantet seg videre utover i det finansielle systemet.
- I mars svekket den norske kronen seg med en hurtighet og styrke som ikke har vært observert siden valutakurspolitikken ble lagt om i desember 1992, noe som skapte betydelige utfordringer, særlig for verdipapirfond med valutasikrede posisjoner.
- Primært som følge av ny regulering handler markedet makere i bank/verdipapirforetak mindre «på egen bok», noe som har ført til at deres funksjon som likviditetsbuffer er betydelig svekket.
- I mars ble det innløst fondsandeler for rekordhøye 63 mrd. kroner. Norske institusjonskunder stod for brorparten av innløsningene (46 mrd. kroner), som i hovedsak må tilskrives likviditetsbehov. Med unntak av ett mindre rentefond, og enkelte fond som plasserte i danske underfond, ble det ikke foretatt noen suspensjoner av innløsningsretten i norske verdipapirfond. Inntrykket er at bransjens omdømme i liten grad har blitt svekket.
- Norske myndigheter satte inn en rekke tiltak for å dempe koronapandemiens skade på norsk økonomi. De tiltakene som i første rekke var sentrale for den norske fondsbransjen var primært virkemiddelbruken fra Norges Bank (rentenedsettelse, likviditetstilførsel og intervensjoner i valutamarkedet), dernest etableringen av Statens obligasjonsfond (SOF). Tiltak for å støtte økonomien ble igangsatt i de fleste land.

Arbeidsgruppens vurdering er at tiltakene som Norges Bank og andre lands sentralbanker gjennomførte var av avgjørende betydning for at finansmarkedene relativt raskt stabiliserte seg igjen. Tiltakene burde imidlertid kommet raskere og likviditet burde blitt tilført markedet også gjennom andre kanaler enn F-lån. Etableringen av SOF hadde en positiv, men begrenset effekt. Signaleffekten var trolig den viktigste.

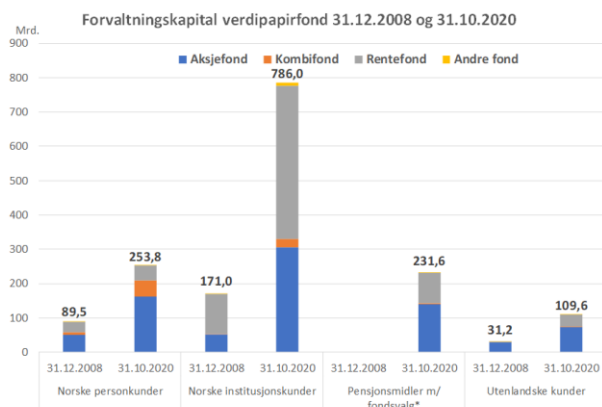
Arbeidsgruppen vil understreke at hensynet til norsk økonomi og finansiell stabilitet må være førende for de tiltakene som myndighetene setter inn i kritiske markedssituasjoner. Generelt er det viktig at tiltakene kan settes raskt inn og fungere effektivt. Arbeidsgruppen vil gi følgende anbefaling:

- Rollen til SOF som tilfører av likviditet til kredittobligasjonsmarkedet bør rendyrkes, og forvaltningen av ordninger bør vurderes overført til Norges Bank.
- Norges Bank bør vurdere også andre kanaler enn F-lån for å tilføre nødvendig likviditet til markedet, blant annet gjennom i større grad åpne for at fondsandeler kan stilles som sikkerhet for sentralbanklån.
- Verdipapirfondloven bør åpne for bruk av såkalt «gating».
- Markedet for gjenkjøpsavtaler (repo) bør videreutvikles.
- Sikkerhet som stilles i forbindelse med valutasikring bør fortsatt kunne skje i form av finansielle instrumenter.
- OTC-derivater som benyttes ved forvaltningen av verdipapirfond bør clearers.

3. Sentrale utviklingstrekk i bransjen de siste årene

Ved utgangen av 2008, dvs. etter at finanskrisen hadde inntruffet, forvaltet VFFs medlemmer totalt 291,8 mrd. kroner. Av dette var 129,5 mrd. plassert i aksjefond, og 149,7 mrd. i rentefond. Midler plassert av norske personkunder utgjorde 89,5 mrd., mens norske institusjoner hadde plassert 171,0 mrd. i verdipapirfond.

Ved utgangen av oktober 2020 var samlet forvaltningskapital 1 380,9 mrd. kroner. Det betyr at kapitalen til forvaltning i norske verdipapirfond økte med mer enn 1 000 mrd. kroner – 373 % - i denne perioden.



*Ny kategori fra 2013. Midlene i denne kategorien ble før 2013 rapportert under «norske personkunder»
Kilde: VFF

Veksten i kapital som forvaltes av norske forvaltningsselskap har vært meget sterk de siste årene, jf. figuren til venstre. Årsaken til denne utviklingen er sammensatt; endring av pensjonssystem, økt fokus på individets ansvar for egen alderdom, en aldrende befolkning, generell velstandsutvikling og lavt rentenivå er alle sentrale elementer. I denne sammenheng er det nærliggende å trekke frem at regulatoriske forhold også har bidratt til utviklingen, noe som for verdipapirfondsbransjen særlig kommer til

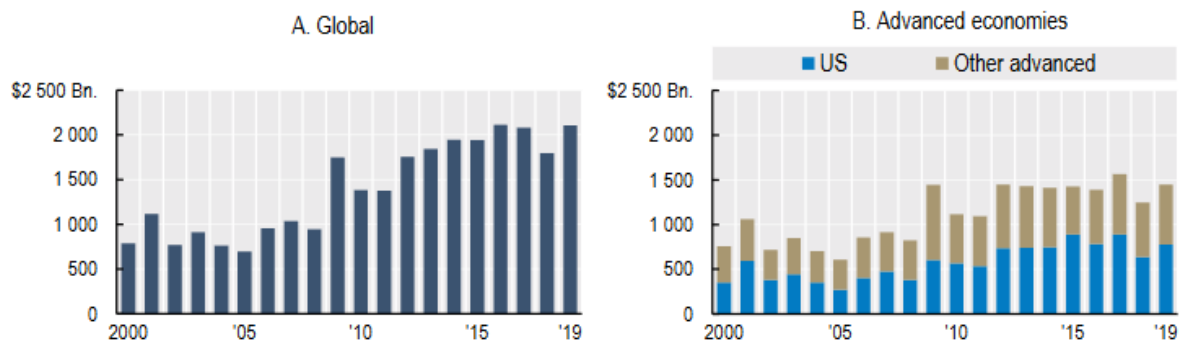
uttrykk gjennom veksten i forvaltningskapital for rentefond, og da spesielt i gruppen «andre rentefond». Denne gruppen ble innført som egen kategori av VFF i 2012. Men ved utgangen av 2008 var samlet forvaltningskapital for fondene som i 2012 ble reklassifisert til «andre rentefond» 6,6 mrd. kroner. Tilsvarende tall ved utgangen av november 2020 var 156,4 mrd. kroner, dvs. en vekst på mer enn 2200 % i perioden.

Kapitalforvaltningsbransjens betydelige vekst de siste årene innebærer at bransjens rolle i finansmarkedet er mer sentral i dag enn hva tilfellet har vært tidligere. Dette innebærer også at bransjens systemkritiske betydning i dag er av en annen rolle. Siden 2008 har kapitalmarkedene i økende grad vært benyttet av foretak for å innhente fremmedkapital. Dette har vært en ønsket og villet utvikling fra myndighetenes side, jf. EUs initiativ knyttet til kapitalmarkedsunionen (CMU), som

«Andre rentefond» er en sekkepost bestående av rentefond som ikke er definert som pengemarkeds- eller obligasjonsfond. Typisk vil dette være rentefond som kan ta større kredittrisiko, eksempelvis «high yield-fond».

blant annet er motivert fra ønsket om å gjøre europeiske foretak mindre avhengig av bankfinansiering. Konsekvensen har vært at foretakenes obligasjonsgjeld har steget både i absolutte termer, og også relativt til de samme foretakenes banklån. For verdipapirfondenes del synliggjøres denne utviklingen særlig gjennom fremveksten av «andre rentefond», dvs. rentefond som ikke er definert som pengemarkeds- eller obligasjonsfond, typisk rentefond med større kredittrisiko.

Den samme utviklingen ser vi også internasjonalt. OECD har i sin rapport *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*¹ en graf som illustrerer veksten i årlige utstedelser av selskapsobligasjoner, både globalt og for utviklede økonomier (advanced economies). Figuren er gjengitt under.

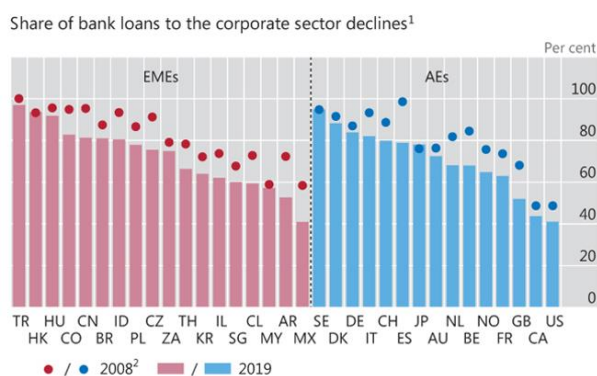


Kilde: OECD, *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, s. 9

I tillegg til selve veksten påpeker OECD også følgende sentrale punkter i sin rapport:

- Kredittkvaliteten på obligasjonsgjelden har over lengre tid blitt dårligere.
- Løpetiden på obligasjonsgjelden har økt, og det samme har prissensitiviteten.

BIS publiserte i *Annual Economic report 2020*² en figur som viser at banklåns andel av samlet gjeld (sum banklån og obligasjonsgjeld) er fallende siden 2008. For Norges del faller andelen fra 76 % i 2008 til 65 % i 2019. Figuren er gjengitt under.



Kilde: BIS, *Annual Economic Report 2020*, s. 41

Dette illustrerer at kapitalmarkedets betydning som långiver for foretak har økt betydelig siden finanskrisen i 2008, og dette er en utvikling som har skjedd både i Norge og andre land.

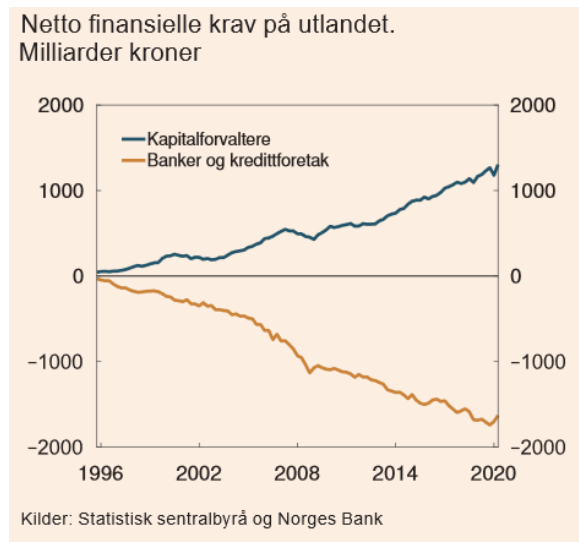
Videre er det et faktum at et foretaks likviditetsplasseringer i dag ikke lenger er ensbetydende med bankinnskudd, jf. veksten i institusjonskunders plassering i korte rentefond nevnt over. Dette innebærer at i situasjoner der investorer har behov for

likviditet, vil man i større grad enn tidligere vende seg mot plasseringer i verdipapirfond/-diskresjonære mandater for å skaffe nødvendig likviditet. Dette kom tydelig til syne når koronapandemien brått manifesterte seg i år.

¹ [Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy”, OECD Capital Market Series \(2020\)](#)

² [BIS Annual Economic report \(2020\)](#)

VFFs statistikk viser at samlet nettotegning (tegning minus innløsning) i mars var på -63 mrd. kroner, noe som tilsvarer 5 % av forvaltningskapitalen ved månedens begynnelse. Dette var historisk høyt både i absolutte og relative termer. Av den samlede nettoinnløsningen i mars utgjorde nettoinnløsningen i rentefond 25,0 mrd. kroner. En nettoinnløsning av den størrelsen illustrerer at verdipapirfondene i dag fyller mye av den funksjonen som bankene tradisjonelt har hatt når det gjelder foretakenes likviditetsplasseringer.



Det er også et faktum at en andel av denne kapitalen investeres utenfor landets grenser. I siste utgave av Finansiell stabilitet illustrerer Norges Bank denne utviklingen, jf. figuren til venstre, der kapitalforvaltere plasserer, mens bankene på tilsvarende måte låner, utenlands³.

I sum peker dette mot at kapitalmarkedenes funksjonalitet hadde langt større betydning for den finansielle stabiliteten da koronapandemien rammet økonomien i 2020 enn tilfellet har vært under tidligere kriser som for eksempel finanskrisen i 2008.

4. Viktigste konsekvenser for bransjen

4.1 Kapitalmarkedenes funksjonalitet

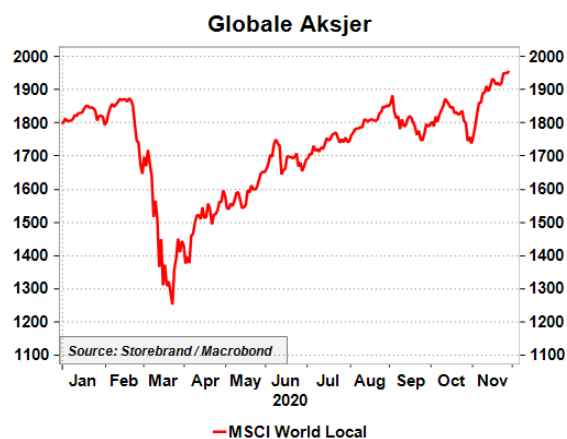
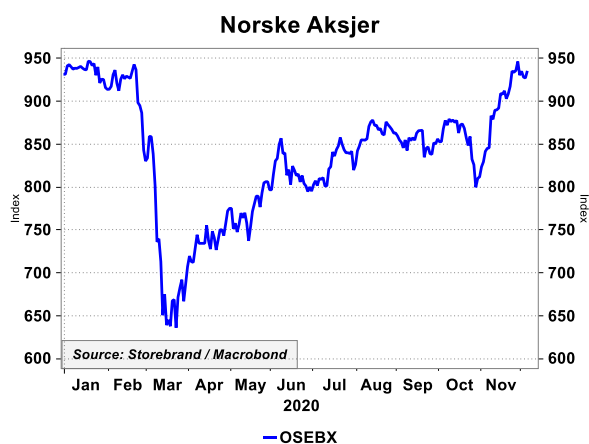
Koronapandemien ga svært hurtige og store utslag i alle de finansielle markedene kapitalforvaltere er eksponert mot.

For å avdekke medlemmenes erfaringer med de ulike finansmarkedenes funksjonalitet i mars/april har foreningen gjennomført en medlemsundersøkelse, der det blant annet ble stilt spørsmål om vurderingen av de ulike delmarkedenes funksjonalitet.

4.1.1 Aksjemarkedet

Hovedindeksen ved Oslo Børs falt i overkant av 32 % fra toppen (20. februar) til bunnen (23. mars) i vår. Det raske fallet i det norske aksjemarkedet fremgår tydelig av figuren til venstre under som viser OSEBX-indeksens utvikling fra årsskiftet og utover i 2020.

³[Norges Bank, Finansiell stabilitet 2020: Sårbarhet og risiko](#)



Utviklingen internasjonalt illustreres i figuren til høyre over som viser hvordan det globale aksjemarkedet (MSCI World) har beveget seg fra årsskiftet til november. Fallet i første kvartal er, som figuren viser, både stort og det skjedde svært raskt.

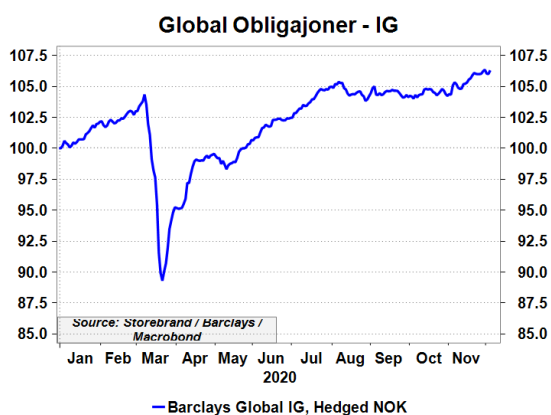
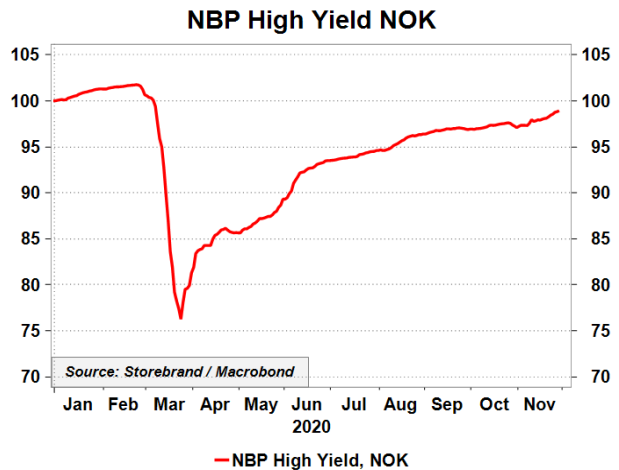
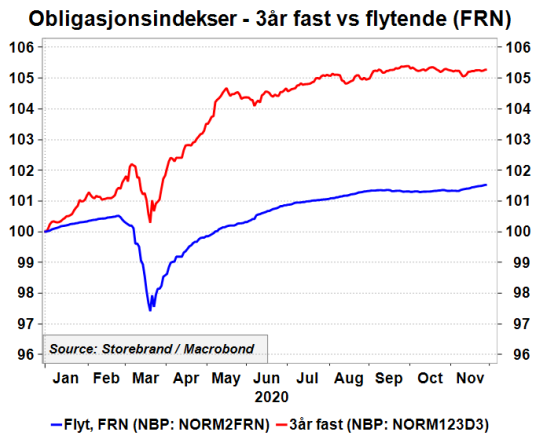
Til tross for sterkt fallende kurser var aksjemarkedene både i Norge og ute i all hovedsak velfungerende i perioden. Kursene falt, men markedet var likvid. Omsetning fant sted, selv om det skjedde i et noe langsommere tempo enn normalt, kombinert med at spreadene (forskjellen mellom kjøps- og salgskurs) økte ut over normalen. Inntrykket er at det bildet man så her hjemme i stor grad var det samme man så også internasjonalt. De fleste aksjemarkeder fungerte, tross markedsuren. Det skal imidlertid tilføyes at markedene i enkelte land innenfor det som kalles «fremvoksende markeder» («*emerging markets*») hadde større problemer, der enkelte børser stengte ned for kortere eller lengre perioder. Enkelte land innførte også kapitalrestriksjoner. Dette medførte naturligvis utfordringer for verdipapirfond med eksponering mot disse markedene.

Foreningens medlemmer bekrefter inntrykket av at aksjemarkedene i stor grad var funksjonelle. Hele 95 % av foreningens medlemselskaper mener at aksjemarkedet i Norge var velfungerende i perioden.

4.1.2 Rentemarkedet

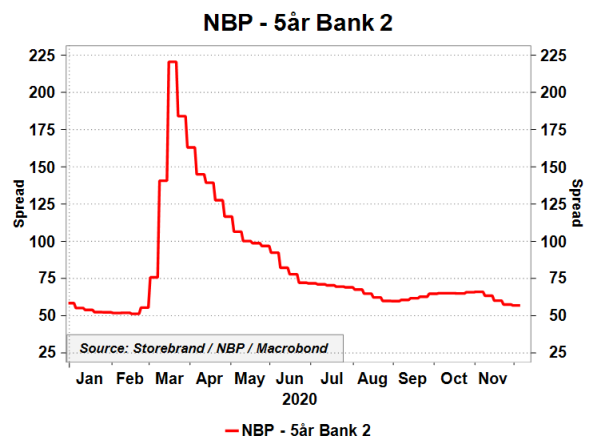
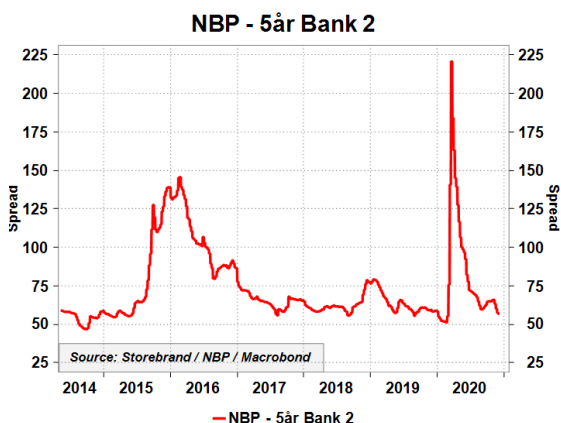
Etterspørselen i rentemarkedet både i Norge og internasjonalt falt i mars kraftig. Dette førte til en ekstremt hurtig spreadutgang og et stort kursfall i rentemarkedet.

Figurene under viser kursfallet i det norske markedet for hhv. Investment Grade-obligasjoner med fast og flytende rente og kredittobligasjoner (High Yield NOK). Førstnevnte er representert ved Nordic Bond Pricings Regular Market-indeks (NORM2FRN og NORM123D3), sistnevnte er representert ved Nordic Bond Pricings High Yield-indeks.



Det samme bildet så vi også internasjonalt. Kursfallet i det internasjonale rentemarkedet var også omfattende og det skjedde svært raskt. Figuren til venstre viser utviklingen i globale Investment Grade-obligasjoner (Barclays Global IG-index, valutasikret NOK).

Den kraftige og svært raske spreadutgangen vi opplevde i det norske markedet fremgår av figurene under som viser spreadutviklingen i Nordic Bond Pricings indeks for obligasjoner med 5 års løpetid utstedt av banker (NBP, Bank 2 («Kystbank»), 5 år). Figuren under til venstre viser den historiske spreadutviklingen for perioden fra 2014 til i dag, mens figuren under til høyre viser utviklingen gjennom 2020.



I motsetning til på aksjesiden fungerte rentemarkedet i Norge svært dårlig i noen uker i perioden mars-april 2020. Markedet var ekstremt «stresset» og likviditeten var til tider tilnærmet fraværende.

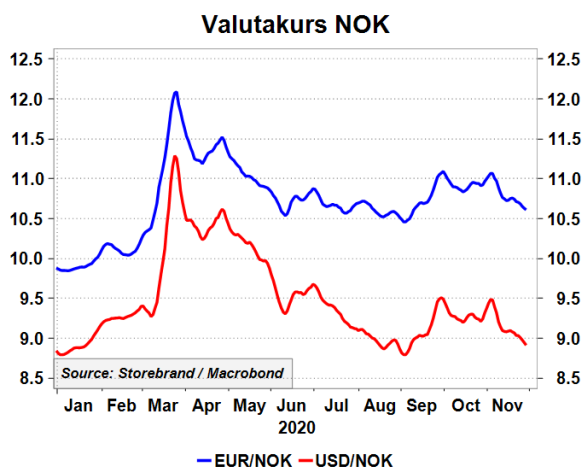
«Da det stormet som verst var det nesten ikke kjøpere i høyrentemarkedet, samtidig som det var betydelige innløsninger i fondene. Dette kombinert med kraftig svekket NOK, som førte til margincalls på valutasikring av internasjonale investeringer, ga en meget utfordrende markedssituasjon.»

VFFs medlemsundersøkelse

Foreningens medlemmers oppfatning av funksjonaliteten til rentemarkedet under våren 2020 står i sterk kontrast til oppfatningen av hvordan aksjemarkedet fungerte: Over 90 % av medlemmene uttrykker at rentemarkedet ikke fungerte som normalt, og mer enn halvparten av medlemmene uttrykker at funksjonaliteten var dårlig eller ikke til stede i perioder. Basert på tilbakemeldingene fra selskapene var utfordringene knyttet til likviditet størst i markedet for kredittpapirer («High Yield»), men det blir trukket frem at likviditetstørken denne gang også omfattet normalt likvide rentepapirer med god sikkerhet. Det ble også påpekt at en stor andel av rentepapirene i «High Yield»-markedet er investert via verdipapirfond, med de krav til likviditet som følger av regelverket for verdipapirfondene. Det påpekes at dette er en ny situasjon i et marked som historisk har vært dominert av eierskap gjennom liv- og pensjonspenger, som normalt ikke har det samme kravet til rask innløsning. Dette kan ha medført at det nå var flere aktører på selgersiden enn ved tidligere kriser.

4.1.3 Valutamarkedet

I mars i år så vi daglige svekkelser i kronekursen som ikke er observert siden Norge la om valutakurspolitikken i desember 1992. Resultatet var at den norske kronen falt markant mot de viktigste valutaene i siste halvdel av mars i år. Dette skjedde meget hurtig, med til dels svært store daglige kurssvekkelser. Figuren under viser valutakursutviklingen mot hhv. USD og EUR hittil i år, og både størrelsen og hurtigheten på kursendringen i mars er lett å lese.



I tillegg til at den norske kronen svekket seg dramatisk tyder tilbakemeldingen fra medlemsselskapene på at valutamarkedet fungerte såpass dårlig at det rett og slett var vanskelig å få gjennomført valutatransaksjoner i de mest dramatiske dagene.

«I valutamarkedet eksisterte ikke kjøper/selger kurs».

VFFs medlemsundersøkelse

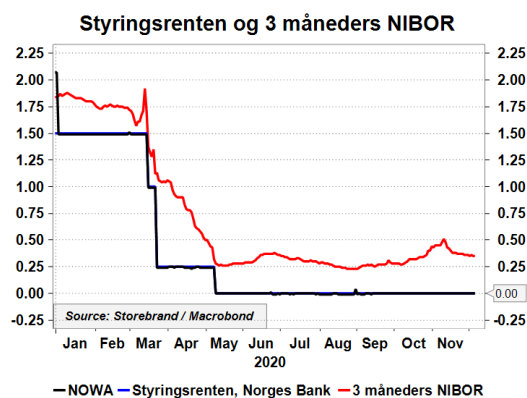
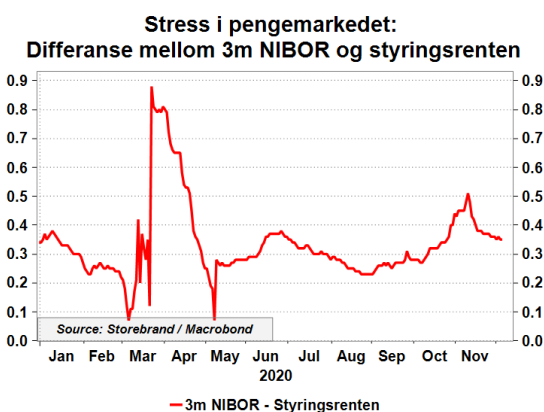
4.1.4 Interbank-/swapmarkedet

Et viktig, men mindre omtalt, marked er interbankmarkedet, dvs. markedet for inn- og utlån mellom bankene, og som i hovedsak brukes i bankenes daglige likviditetsstyring. I de mest kritiske ukene i mars var det tilnærmet stopp i aktiviteten i dette markedet. Resultatet var en «likviditetstørke» som spredte seg videre utover i det finansielle systemet, herunder fondsmarkedet.

«Da vi kom på jobb i dag fikk vi beskjed om at XX hadde tatt insj til å stenge det norske interbankmarkedet da vi er i en force major hvor flere markedsaktører rent teknisk ikke er koplet opp og kan stille priser.»

Utdrag fra e-post datert 13. mars mot slutten av dagen fra en megler til et medlemselskap i VFF

Den dramatiske situasjonen fremgår av figurene under, der det vises at 3-måneders NIBOR steg svært brått og kraftig i mars – markedet stoppet mer eller mindre opp – før Norges Bank senket styringsrenten, og interbankrenten igjen normaliserte seg og fulgte styringsrenten.



De fleste av VFFs medlemmer opplevde ikke situasjonen i interbank-/swapmarkedet som krevende for sin egen del, noe som trolig skyldes at de ikke var eksponert i dette markedet. Flere rapporterte imidlertid at markedet fungerte dårlig eller ikke overhodet. Årsaken til dette er som nevnt over å finne i at interbankmarkedet i enkelte perioder var inaktivt.

«Tilnærmet total likviditetstørke enkelte dager i mars.»

«Like dårlig likviditet i pengemarkedet som i obligasjonsmarkedet.»

«Virket som «alle» som normalt hadde interesse av å kjøpe egne korte papirer suspenderte denne aktiviteten.»

«Vi opplevde å ikke få pris i kurante kommunepapirer med kort løpetid – «alt» måtte megles.»

«Korte F-lån var ikke nok til å motivere bankene til å kjøpe egne papirer.»

«0 - interesse fra bankene for å by på papirer der egen balanse måtte brukes.»

«Tilnærmet total likviditetstørke innen FX enkelte dager – marginale volumer flyttet markedsprisingen.»

Uttalelser fra VFFs medlemsundersøkelse

4.2 Infrastruktur og andre underliggende forhold

4.2.1 Nordic Bond Pricing

Nordic Bond Pricing (NBP), som ble etablert av VFF og Nordic Trustee i 2013, utarbeider estimater på daglige obligasjonspriser i det nordiske obligasjonsmarkedet. Selskapet innhenter sin informasjon fra et stort antall kilder og leverer prisingsinformasjon på mer enn 3350 obligasjoner fordelt på 745 utstedere. Nær 100 % av norske obligasjoner er dekket. NBP leverer også obligasjonsindekser som i stor utstrekning brukes som referanseindekser i fond klassifisert i gruppen «norske obligasjonsfond».

Samtlige av foreningens medlemsselskaper som forvalter renteporteføljer mottar daglig prisingsinformasjon fra NBP. Som hovedregel legges denne prisingsinformasjonen til grunn ved fastsettelsen av fondets netto andelsverdi (NAV). Etter verdipapirfondloven er det enkelte forvaltningsselskap selv ansvarlig for at papirene som inngår i fondets portefølje ved NAV-beregningen er fastsatt til markedsverdi. I enkelte tilfeller kan det derfor forekomme avvik mellom kursen NBP rapporterer på en utstedelse og den verdien forvaltningsselskapet legger til grunn ved fondets kursfastsettelse. Dette kan for eksempel skje dersom NBP ikke har fanget opp relevante omsetninger den aktuelle dagen.

Som omtalt i avsnitt 4.1.2 over var kursutslagene i obligasjonsmarkedet svært dramatiske i den akutte fasen i mars (uke 11 og 12), og bevegelsene skjedde langt raskere enn under finanskrisen i 2008. Likviditeten i store deler av markedet var nesten helt fraværende. De ekstreme kursutslagene kombinert med en utfordrende arbeidssituasjon hos rentemeglerne i den første fasen, gjorde det svært krevende for NBP å få innhentet det nødvendige informasjonsgrunnlaget. Spesielt gjaldt dette innenfor High Yield-markedet, hvor det oppstod flere eksempler på at NBP ble «hengende etter» markedet.

Hovedbildet er imidlertid, slik det fremgår av medlemsundersøkelsen, at den uavhengige prisingen som NBP representerer var viktig for foreningens medlemsselskaper. Uten NBP ville det ha vært vesentlig mer krevende for foreningens medlemmer å gjøre en enhetlig verdivurdering av det norske rentemarkedet.

4.2.2 «Market makere» i bank/verdipapirforetak

Market makere i bank/verdipapirforetak (meglerhusene) stiller gjennom sine tradingbøker priser til investorer som vil kjøpe eller selge rentepapirer. Denne funksjonen («handel på egen bok») har representert en viktig likviditetsbuffer i de situasjoner hvor mange investorer selger seg ned, som for eksempel under finanskrisen i 2008. I kjølvannet av finanskrisen i 2008 har det imidlertid blitt innført nye reguleringer⁴ som innebærer at meglerhusene må holde mer egenkapital bak verdipapirene de har i sine tradingbøker (tilsvarende som ved bankutlån). Denne begrensningen av bankenes/verdipapirforetakenes evne til å holde verdipapirer på egen bok for å understøtte verdipapirhandel har vært i særlig fokus i utviklingen av bankreguleringen, både i Norge og i andre land. Banker og verdipapirforetak er blitt bedre kapitalisert, men de har i mye mindre grad enn tidligere mulighet til å innta en posisjon som mellommann og «svinginvestor», og funksjonen som likviditetsbuffer har derfor blitt vesentlig mindre. Tall fra USA viser at såkalte primærmeglere for 10 år siden holdt én av 34 dollar i amerikanske foretaksobligasjoner på sine bøker, mens tilsvarende andel i dag er én av 450 dollar.⁵ Det kjennes ikke til tilsvarende data fra det norske markedet, men trenden antas å være den samme.

⁴ Jf. i første rekke EUs kapitaldekningsregler (CRR/CRD IV)

⁵ Kilde: Kronikk av Magnus Vie Sundal i DN 30.3.2020

En konsekvens av endrede regulatoriske forhold har også vært at foretak i større grad enn tidligere har søkt finansiering og likviditetsplassering utenfor det tradisjonelle banksystemet, noe som kommer til uttrykk i den sterke veksten i forvaltningskapital plassert i rentefond som er omtalt i kapittel 3.

«Slik det har sett ut i dag har det kun vært YY og ZZ som faktisk har folk på plass som er koblet opp på systemer for å stille priser».

Utdrag fra e-post datert 13. mars mot slutten av dagen fra en megler til et medlemselskap i VFF

Nedstengningen i mars førte til at finansbransjen i stor grad ble flyttet på hjemmekontor. Det har blitt anført at dette, særlig i den innledende overgangsperioden, medførte at markedet fungerte dårligere, og at man i større grad ble avhengig av manuell megling for å få gjennomført handler. I et rentemarked preget av mange tilbydere og få etterspørrere bidro også dette til et lite fungerende marked. Dette har trolig bidratt til å forsterke spreadutgangen som ble dokumentert under avsnitt 4.1.2.

Samtidig kan det anføres at dette bildet ikke nødvendigvis er så lett å dokumentere med data, som følge av at markedet langt på vei «stoppet opp og ble fryst».

4.2.3 Rollen til VFF

I den mest akutte fasen i mars var foreningens sekretariat i daglig kontakt med de fleste av foreningens medlemmer. Den informasjon som sekretariatet fikk, og som ikke var konfidensiell, ble medlemselskapene i stor utstrekning orientert om. Den daglige kontakten med medlemselskapene var helt nødvendig for den dialogen som foreningen på vegne av bransjen hadde med norske myndigheter om situasjonen i den akutte fasen. Både Finanstilsynet, Finansdepartementet og Norges Bank ble holdt løpende orientert om utviklingen og de erfaringer som sekretariatet fikk rapport fra foreningens medlemmer. I tillegg ble det gitt innspill og vurderinger i tilknytning til de myndighetstiltakene som i løpet av relativt kort tid kom på plass.

Sekretariatet bisto også i forbindelse med myndighetenes informasjonsbehov. Blant annet innhentet sekretariatet etter forespørsel fra Norges Bank en oversikt over de største forvaltningsselskapers valutasikrede investeringer og en beskrivelse av hvordan sikringen skjedde. Sekretariatet ga også innspill og vurderinger i forbindelse med Finanstilsynets innhenting av ukentlige markedsrapportering fra de største selskapene.

Sekretariatet hadde også dialog med europeiske søsterforeninger, i første rekke i de andre nordiske landene, hvor det ble utvekslet informasjon om situasjonen i de respektive landene.

Tilbakemeldingen i medlemsundersøkelsen tyder på at medlemselskapene vurderte rollen til VFF som nyttig.

4.2.4 Fond med valutasikrede posisjoner

Som nevnt under kapittel 3 har det siden finanskrisen vært betydelig vekst i forvaltet kapital i norske rentefond. Den sterke veksten i størrelsen på det norske rentefondsmarkedet har ført til et behov for diversifisering av porteføljen ut over norske rentepapirer. Det har vært ønskelig med eksponering mot ikke-NOK denominerte utstedere. Samtidig har innføringen av elektroniske handelsplattformer også på rentesiden internasjonalt medført at tilgjengeligheten av utenlandske rentepapirer for norske rentefond har blitt mye bedre. Men siden valutakursrisiko i rentefond vil kunne dominere både rente- og kredittrisikoen, er dette en risiko som man i stor grad ønsker å eliminere for rentefondenes del. Konsekvensen er at stadig mer kapital i norske rentefond har blitt valutasikret.

Valutasikring

Investeringer i utenlandske verdipapirer kan valutasikres for å redusere verdisingninger forårsaket av valutakursendringer.

Når investeringen på grunn av valutakursendringen stiger eller faller i verdi vil en motsvarende verdiendring finne sted på valutasikringsavtalen. Disse avtalene er vanligvis organisert som «over the counter» (OTC)-avtaler inngått mellom en investor og en bank basert på en standardisert ISDA-avtale (ISDA – International Swaps and Derivatives Association). I en slik ISDA-avtale er det som regel med et tillegg (ofte omtalt som CSA - Credit Support Annex) som regulerer vilkårene for den sikkerhetsstillelse som skal gjelde mellom partene, herunder hva som kan aksepteres som sikkerhet, når denne sikkerheten skal utveksles og eventuelle verdireduksjoner på det som aksepteres som sikkerhet.

Sikringen av dette mellomværende mellom partene kan gjøres ved at den enkelte avtale enten er cleared gjennom et clearinghus, noe som gir en garanti for begge parter og blir mer og mer vanlig, eller ved at partene direkte utveksler sikkerhet seg imellom. Denne sikkerheten kan stilles i form av kontanter eller andre verdipapirer, og er som oftest regulert av CSA tillegget. Erfaringen er at kontanter er den foretrukne form for sikkerhet, og at verdien av andre typer sikkerhet ofte reduseres basert på verdipapirets antatte kvalitet og likviditet.

Alle finansinstitusjoner har plikt til å rapportere inngåtte OTC-avtaler til tilsynsmyndighetene.

«I mars falt den norske kronen til historisk lave nivåer da koronakrisen tok sitt jerngrep om markedet. Norske kronen svekket seg betydelig mer enn andre valutaer. En euro kostet på sitt verste rundt 13 kroner og en dollar nesten 12 kroner. Samtidig oppsto en likviditetskrise i rente-, valuta- og kredittobligasjonsmarkedet, og oljeprisen falt til et rekordlavt nivå. Da kunder i tillegg trakk penger ut av rentefond, samtidig som valutasikrede fond måtte selge obligasjoner for å dekke store marginkontokrav grunnet kronesvekkelsen, var stormen perfekt.»

Maria Granlund, DN 13.07.20

Tidligere ble valutasikringen i hovedsak gjort opp ved forfall, noe som medførte svært stor eksponering på forfallstidspunktet. For å dempe denne punkteksponeringen ved forfall foregår valutasikringen nå ved at fondene stiller sikkerhet (såkalt *collateral*) på en marginkonto, som regel i form av kontanter til bankene der valutasikringen er gjort. Ved svekkelser i kronekursen vil kravet til sikkerhet øke, dvs. det må stilles mer kontanter (eller verdipapirer) som sikkerhet. I et normalt marked er kursbevegelsene så små at dette er uproblematisk.

Da den norske kronen svekket seg kraftig på kort tid våren 2020 (jf. avsnitt 4.1.3), medførte dette betydelige økte marginkrav som sikkerhet for valutasikringen. I tillegg til å møte likviditetskrav

som følge av innløsning ble verdipapirfondene derfor også tvunget til å fremskaffe likviditet for å oppfylle marginkravene, noe som åpenbart førte til ytterligere stress i en allerede stresset situasjon for fondene.

«Dette er særlig prekært når valutasikringen skal rulles inn i en ny sikring. Siden kontantposisjonen som dekker rullingene er på låst konto hos motpartsbanken den dagen sikringen rulles, og frigjøres først dagen etter, må man på dagen for rullingene ha dobbelt så mye kontanter tilgjengelig enn det rullingene krever.

Dette erfarte vi den 18. mars i år, som var en slik dag når valutasikringer rulles. Desperate forvaltere måtte selge unna i stor stil for å ha nok kontanter, og prisene stupte. Å eliminere denne systemrisikoen er ikke vanskeligere enn at man endrer praksis i ISDA-avtalene til t+0, fra dagens praksis t+1. Det burde gjøres umiddelbart.»

Maria Granlund, DN 13.07.20

I Finansiell Stabilitet 2020: Sårbarhet og risiko⁶ viser Norges Bank hvordan innbetaling av sikkerhet ved valutabytteavtaler økte under vårens koronasituasjon. Figuren gjengis her.



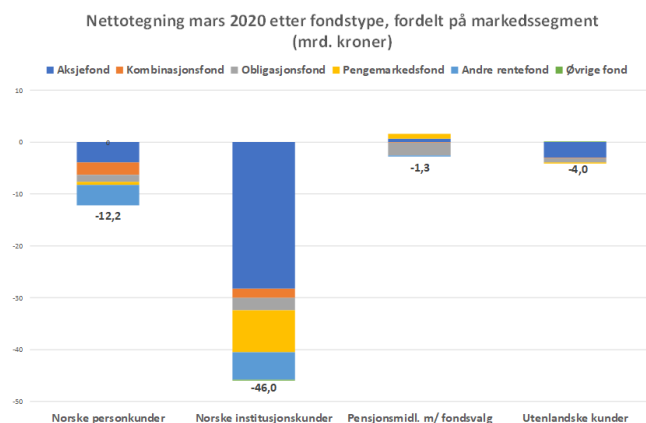
Kilde: Norges Bank

4.3 Kundeferd

VFF publiserer månedlige tall for medlemmenes markedsaktivitet, der tall for tegning, innløsning og forvaltningskapital vises for markedet samlet (totalmarkedet), samt for ulike delmarkeder. I mars 2020 falt samlet forvaltningskapital med i overkant av 141 mrd. kroner (10,8 %). Av dette utgjorde netto innløsning 63 mrd. kroner. Resten av nedgangen i forvaltningskapitalen skyldtes fallende markedskurser. Tilsvarende tall for april var en økning i forvaltningskapitalen med 76,2 mrd. kroner, hvorav nettotegningen utgjorde 5,4 mrd. kroner. Det var dermed mars måned som var den vanskeligste perioden for VFFs medlemmer mht kundeferd.

Figuren under gir en oversikt over hvordan netto innløsningen på 63 mrd. kroner fordelte seg mellom fondstyper og kundesegmenter.

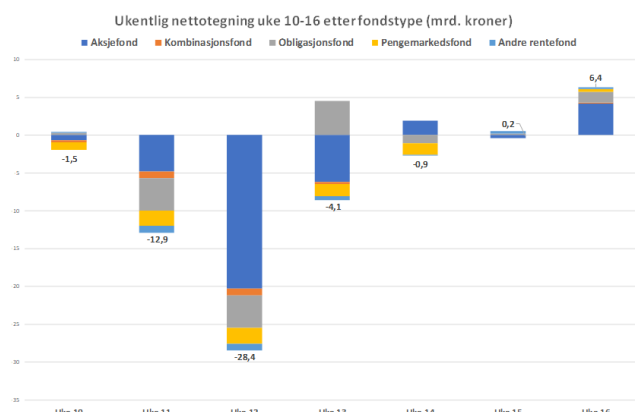
⁶ [Norges Bank, Finansiell stabilitet 2020: Sårbarhet og risiko](#)



Kilde: VFF

der behovet for likviditet var en vesentlig årsak til innløsningen. En forklaring på at innløsningene i første rekke skjedde i det internasjonale aksjemarkedet er trolig knyttet til at det norske aksjemarkedet er av begrenset størrelse, og at innløsninger av denne størrelsen av den grunn ville ha påvirket markedet i betydelig grad.

VFF har ikke statistikk for enkeltuker, men Finanstilsynet innhentet ukentlige tall fra de 11 største aktørene i det norske verdipapirfondsmarkedet under den mest kritiske perioden våren 2020. Basert på tallene fra disse selskapene, som inneholder de mest sentrale fondstypene, ser den ukentlige nettotegningen slik ut:



Kilde: Finanstilsynet/VFF

finansielle markedene generelt, ble dermed forsterket av at det hele skjedde meget raskt i en ganske konsentrert periode.

De ukentlige tallene fra Finanstilsynet finnes kun på samlet nivå, dvs. det eksisterer ikke tall for de ulike delmarkedenes aktivitet på ukentlig basis. Med bakgrunn i VFFs statistikk og spørreundersøkelsen som ble foretatt blant foreningens medlemmer, har arbeidsgruppen sett nærmere på tegningsadferden i de viktigste kundegruppene/delsegmentene.

4.3.1 Norske personkunder

Verdien av norske personkunders plasseringer i verdipapirfond var ved utgangen av 2019 279,1 mrd. kroner. En oversikt over dette kundesegmentets nettotegning i mars 2020 sammenlignet med total nettotegning og gruppens forvaltningskapital ved årsskiftet ser slik ut:

Det skal også nevnes at av en samlet netto innløsning på 33,8 mrd. kroner i aksjefond kom 31,5 mrd. kroner, 93,3 %, i aksjefond med internasjonalt mandat (inkl. bransjefond). Til sammenligning har de samme fondene en andel av forvaltningskapitalen på 79,7 %. Netto innløsning av aksjefond med norsk mandat var til sammenligning 2,2 mrd. kroner. Som det fremgår av figuren er det kundegruppen «norske institusjonskunder» som står for den overveiende delen av denne innløsningen,

De ukentlige tallene viser med tydelighet at koronakrisen våren 2020 skjedde med stor hastighet. Den overveiende delen av nettoinnløsningene som ble registrert i mars i VFFs statistikk, skjedde i løpet av uke 11 (9-13. mars) og særlig uke 12 (16-20. mars). Foreningen har ikke ukentlige tall for tidligere kriser, som f.eks. finanskrisen i 2008, men tallene over bekrefter inntrykket av at et av de mest markante kjennetegnene ved vårens krise var at situasjonen oppsto svært hurtig. Likviditetsutfordringen, for så vel forvaltere av verdipapirfond som de

Norske personkunder: Nettotegning og forvaltningskapital i mrd. kroner og kundegruppens andel av samlet forvaltningskapital i fondstypen

	Nettotegning (NT), mars 2020		Forvaltningskapital (FK) 2019	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
Aksjefond	-3,9	11,5 %	163,0	24,0 %
Rentefond	-5,9	23,6 %	64,2	11,4 %
Totalt	-12,2	19,4 %	279,1	21,0 %

Som tallene over viser var norske personkunders andel av den samlede nettoinnløsningen i aksjefond betraktelig lavere enn det kundegruppens andel av samlet forvaltningskapital i aksjefond skulle tilsi.

Ser vi på rentefondene er bildet motsatt. Norske personkunders nettoinnløsning (negativ nettotegning) tilsvarer en andel på 23,6 % av samlet nettoinnløsning i rentefond, og dette er betraktelig høyere enn norske personkunders andel av forvaltningskapitalen i rentefond, som er 11,4 %. Dette kommer særlig til syne i tallene for fondsgruppen «andre rentefond», der norske personkunders nettoinnløsning på 3,9 mrd. kroner utgjorde 40,2 % av samlet nettoinnløsning i denne fondsgruppen i mars, mens norske personkunders andel av samlet forvaltningskapital i andre rentefond utgjorde 22,0 % ved årsskiftet (29,7 mrd. kroner av totalt 135,0 mrd. kroner).

Tallene i VFFs statistikk viser altså at norske personkunders nettoinnløsninger var lavere enn andelen av forvaltningskapitalen skulle tilsi på aksjefondssiden, mens bildet var motsatt på rentefondssiden.

I medlemsundersøkelsen som ble foretatt om koronapandemiens konsekvenser oppgir en tredjedel av medlemmene at personkundernes adferd i liten grad ble påvirket av koronapandemien, mens den største gruppen, 43 %, mener at personkundernes adferd i en viss grad ble påvirket. I underkant av 24 % mener norske personkunders adferd i ganske eller svært stor grad ble påvirket av pandemien. Det som ble trukket frem var en viss grad av panikksalg som følge av fallende marked, og etter fallet, et ønske om å kjøpe aksjer på fallende kurser.

4.3.2 Norske institusjonskunder

Norske institusjonskunder er det desidert største kundesegmentet i norske verdipapirfond, og deres plasseringer i verdipapirfond utgjorde ved årsskiftet 707,4 mrd. kroner. I mars 2020 så man dette bildet av kundegruppens nettotegning relativt til forvaltningskapitalen.

Norske institusjonskunder: Nettotegning og forvaltningskapital i mrd. kroner og kundegruppens andel av samlet forvaltningskapital i fondstypen

	Nettotegning (NT), mars 2020		Forvaltningskapital (FK) 2019	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
Aksjefond	-28,3	83,7 %	302,6	44,7 %
Rentefond	-15,9	63,6 %	374,0	66,6 %
Totalt	-46,0	73,0 %	707,4	53,3 %

Norske institusjonskunder sto dermed for en vesentlig større andel av innløsningsaktiviteten på aksjefondssiden enn andelen av forvaltningskapitalen alene skulle tilsi. På rentefondssiden samsvarte andelen mellom innløsning og forvaltningskapital ganske godt.

Som tabellen viser sto altså norske institusjonskunder for den overveiende delen av den store negative nettotegningen som norsk fondsbransje opplevde i mars. Det gir styrke til hypotesen om at

innløsningene i stor grad skyldtes behovet for likviditet snarere enn en «kundeflukt», selv om bildet nok ikke er svart/hvitt.

Noe av årsaken til den relativt høye innløsningen på institusjonssiden kan være å finne i regelverket for livselskapene. Livselskapene er den største investorgruppen i norske verdipapirfond, og i et fallende marked vil disse selskapene som følge av regelverkets krav til bufferkapital selge seg ned i aksjer, noe som altså gjenspeiles i statistikken for institusjonskundene.

Selv om de fleste aksjefond ikke er valutasikret er det en økende andel av kapitalen som valutasikres også på aksjesiden. Livselskaper og pensjonskasser har også høyere kapitalkrav knyttet til usikrede investeringer i fremmed valuta enn tilsvarende sikrede plasseringer. Deres porteføljer har økt markant i størrelse de senere år. Overgangen fra ytelsesordninger til innskuddsordninger har ført til økt aksjeandel, og graden av valutasikring på livselskapenes innskuddsporteføljer anslås til 70-80 %⁷.

Alt dette har ført til økt etterspørsel etter valutasikrede aksjeplasseringer (ref. avsnitt 4.2.4). Samtidig skal det understrekes at forvaltningen av disse midlene i mye større grad er basert på innenlandske plasseringer enn hva tilfellet ville ha vært dersom forvaltningen var basert på en ren markedsvektet forvaltning av midlene. For disse aksjefondenes del ble det derfor nødvendig å selge papirer for å møte økte sikringskrav. Deler av innløsningsaktiviteten som ble observert blant institusjonskundene kan også skyldes likviditetsbehov for å oppfylle marginkrav på andre valutasikrede posisjoner (som ikke er verdipapirfond).

Selv om spørreundersøkelsen blant foreningens medlemmer gir omtrent det samme bildet for norske institusjonskunder som for norske personkunder, dvs. at litt mer enn en tredjedel mener institusjonskundernes adferd i liten grad ble påvirket, om lag halvparten mener at adferden til en viss grad ble påvirket, og kun 13,6 % mener at institusjonskundernes adferd i ganske eller svært stor grad ble påvirket av koronapandemien, trekker flere frem at årsaken til institusjonskundernes adferd var å finne i et likviditetsbehov.

4.3.3 Utenlandske kunder

Utenlandske kunder er en mye mindre kundegruppe enn de to forannevnte. Samlet forvaltningskapital ved årsskiftet for denne kundegruppen var 138,4 mrd. kroner. Den samme fordelingen av nettotegning og forvaltningskapital for denne gruppen ser slik ut:

Utenlandske kunder: Nettotegning og forvaltningskapital i mrd. kroner og kundegruppens andel av samlet forvaltningskapital i fondstypen

	Nettotegning (NT), mars 2020		Forvaltningskapital (FK) 2019	
	Mrd. kroner	Andel av NT	Mrd. kroner	Andel av FK
Aksjefond	-3,0	8,9 %	87,2	13,0 %
Rentefond	-1,0	4,0 %	45,6	8,1 %
Totalt	-4,0	6,3 %	138,4	10,4 %

Det meste av dette, 87,2 mrd. kroner, var plassert i aksjefond. Dette utgjorde 13,0 % av samlet forvaltningskapital i aksjefondene. Tilsvarende tall for utenlandske kunders plasseringer i rentefond var 45,6 mrd. kroner, som utgjorde 8,1 % av samlet forvaltningskapital.

⁷ Kilde: [Norsk Pensjon](#)

I mars måned var nettoinnløsningsen for utenlandske kunder i aksjefond 3,0 mrd. kroner. Det tilsvarer 8,9 % av nettoinnløsningsen i aksjefond i mars. Nettoinnløsningsen i rentefond var 1,0 mrd. kroner, dvs. 4,0 % av samlet nettoinnløsningsen i rentefond.

Som det fremgår av tabellen må det dermed sies at denne kundegruppens adferd har hatt beskjeden betydning for den vanskelige situasjonen som verdipapirfondene opplevde i mars.

4.3.4 Diskresjonære mandater

I tillegg til fondsforvaltning driver de fleste større kapitalforvaltere også med forvaltning av diskresjonære mandater, både av konserninterne og eksterne midler, der førstnevnte gruppe er desidert størst målt i forvaltningskapital. Av de konserninterne midlene stammer en stor andel fra livselskapenes porteføljer, og de samme mekanismer som redegjort for under 4.3.2 vil også gjelde her.

Norges Bank oppgir at netto salg av obligasjoner fra pensjonskasser og livselskap i første kvartal 2020 var 20,35 mrd. kroner⁸. Med tanke på at det forvaltes betydelige midler diskresjonært er det naturlig å legge til grunn at de markedsmessige utfordringene som er redegjort for i denne rapporten omfatter en forvaltningskapital som er betydelig større enn det som fremkommer i foreningens fondsstatistikk.

4.4 Bransjens omdømme

Den mest kritiske fasen våren 2020 var meget krevende for norsk fondsbransje. Verdipapirfondene var som vist over i en krevende situasjon som følge av høy innløsning, fallende kurser og til dels dårlig fungerende finansielle markeder (med unntak for aksjemarkedet). Til tross for dette unngikk norsk fondsbransje, med unntak av et relativt lite rentefond i gruppen «andre rentefond», å suspendere innløsningsretten. (Enkelte andre verdipapirfond i det norske markedet suspenderte riktignok innløsningsretten i kortere perioder som følge av suspensjoner i underfond som hører hjemme i Danmark, men det gikk stort sett ubemerket forbi i Norge. Disse suspensjonene skyldtes at fond i Danmark omsettes på børs, og er avhengig av en market maker-funksjon for å fungere. Av den grunn er suspensjoner i urolige markeder relativt hyppig forekommende i Danmark, men der varigheten av den enkelte suspensjon kan være svært kort).

Det er ikke gjort noen opinionsundersøkelse om dette temaet, men arbeidsgruppens inntrykk, basert på erfaringer fra egen virksomhet og det generelle mediebildet, er at bransjens omdømme ikke har blitt skadelidende som følge av den vanskelige situasjonen. Dette er i tråd med det generelle inntrykket som kommer til uttrykk i medlemsselskapenes svar på om bransjens omdømme er svekket. Over 90 % av medlemmene som har en oppfatning av dette spørsmålet mener at bransjens omdømme i liten eller ingen grad er svekket som følge av koronapandemien.

Arbeidsgruppen er også av den oppfatning at fraværet av suspensjoner, samt at media i liten grad hadde søkelys på fondsbransjens utfordringer, medførte at norsk fondsbransje kom heldigere ut av koronakrisen våren 2020 enn for eksempel tilfellet var i Sverige, der man som en følge av en rekke suspensjoner på rentefondssiden fikk et til tider svært kritisk blikk på hvordan svensk fondsbransje håndterte koronakrisen.

⁸ [Norges Bank, Finansiell stabilitet: Sårbarhet og risiko, tabell 1C](#)

4.5 Praktiske konsekvenser

Statsminister Solberg kunngjorde 12. mars at det norske samfunnet langt på vei ble «stengt ned». Fondsbransjen var selvsagt intet unntak, og ble inkludert på listen over samfunnskritiske virksomheter. Alle VFFs medlemmer ble berørt av nedstengningen, og medlemmene benyttet (og benytter) i stor grad hjemmekontor for sine ansatte. Inntrykket, basert på medlemmenes respons, er at den utstrakte bruken av hjemmekontor bare i liten grad har påvirket effektiviteten i arbeidet.

Medlemsselskapene oppgir videre at koronasituasjonen og den økte bruken av hjemmekontor ikke har medført at daglige driftsoppgaver har blitt prioritert på bekostning av periodiske kontroller. Det eneste som til en viss grad har blitt vanskeligere rapporteres å være gjennomføringen av planlagte prosjekter og annet utviklingsarbeid. Tilbakemeldingene fra selskapene er med andre ord at fondsbransjen i overveiende grad har tilpasset seg den utstrakte bruken av hjemmekontor som har fulgt i koronapandemiens kjølvann.

5. Tiltak som ble iverksatt for å lette krisen

For å dempe koronakrisens skade på norsk økonomi ble det iverksatt en rekke tiltak fra norske myndigheters side. Dette avsnittet er ikke en fullstendig drøfting av alle myndighetstiltak som har blitt gjennomført, men i første rekke en gjennomgang av de tiltakene som var sentrale for bransjen.

5.1 Statens obligasjonsfond

Statens obligasjonsfond (SOF) ble første gang opprettet i mars 2009 som et finanskrisetiltak for å bidra til økt likviditet i og kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet. Fondet hadde den gang en kredittramme på 50 mrd. kroner. Fondet var ment som et midlertidig tiltak og lov om Statens obligasjonsfond ble opphevet ved lov av 19. desember 2014. Frem til fondet ble nedlagt i 2014 var samlet kjøp av rentepapirer 11,63 mrd. kroner. Forvaltningen av fondet ble tillagt Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skriver i sitt evalueringsbrev av tiltaket (udatert) til Finansdepartementet at *«det er vanskelig å finne empirisk belegg for at SOFs tiltak har vært virkningsfulle, men basert på generelle observasjoner og vurderinger er det grunn til å tro at SOF har bidratt til å styrke tilliten til obligasjonsmarkedet som finansieringskilde og investeringsalternativ»*⁹.

Da koronakrisen slo innover Norge i mars ble det samme tiltaket etablert på nytt. Gjenopprettingen av SOF ble først varslet av Finansminister Jan Tore Sanner på en pressekonferanse 15. mars, og lovforslaget om dette ble lagt frem for Stortinget 20. mars. Myndighetene fulgte, med enkelte endringer, langt på vei samme mal som forrige gang. SOF 2020 ble vedtatt etablert 27. mars, og Folketrygdfondets mandat ble fastsatt av Finansdepartementet samme dag. I fondets mandat beskrives fondets mål som følger:

§ 1-3. Mål for forvaltningen

- (1) Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid og samtidig bidra til økt likviditet og kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet i Norge, innenfor de rammer som gjelder som for forvaltningen. Avkastningen måles i norske kroner*

⁹ [Evalueringsbrev fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet](#)

(2) Folketrygdfondet skal ha som overordnet målsetting i sin kreditorutøvelse å sikre obligasjonsfondets finansielle interesser.

Folketrygdfondet beskriver utgangspunktet for sin forvaltning av SOF som følger¹⁰:

- *For Statens obligasjonsfond vil alle sektorer og bransjer kunne vurderes, inkludert high yield-segmentet. Vi kan investere i både første- og annenhåndsmarkedet.*
- *Statens obligasjonsfond vil ikke investeres i utstedere med rating CCC/Caa2 eller lavere. Selskaper uten offisiell rating vil bli klassifisert av Folketrygdfondet, på lik linje med hvordan vi gjør det for Statens pensjonsfond Norge. De interne vurderingene følger i stor grad samme metodikk som de offisielle ratingene.*
- *Utsteder må være foretaksregistrert i Norge i henhold til Foretaksregisterloven §1-2 og ha hovedkontor i Norge. Utsteder må kunne håndtere krav som stilles til langsiktig opplåning i obligasjonsmarkedet.*
- *Gjennom Statens obligasjonsfond vil Folketrygdfondet kunne investere en betydelig del i nye emisjoner, men det er et krav om deltakelse fra andre investorer for å sikre markedsriktig prising.*
- *Det forutsettes at emisjonene tilrettelegges på ordinært vis via tilrettelegger/meglerhus. Av hensyn til transparens må alle lånene noteres på regulert markeds plass (ABM kan i noen tilfeller også godtas) og ha en tillitsmann.*
- *Folketrygdfondet vil fastsette kredittrammer for hver enkelt utsteder for å sikre risikospredning i porteføljen.*

«Statens obligasjonsfond har ingenting med statsstøtte og den type virkemidler å gjøre.»

Adm dir Kjetil Houg, Folketrygdfondet (Finansavisen, 2. april)

Fondets første investering ble gjort 27. mars, dvs. samme dag som etableringen av fondet ble vedtatt av Stortinget. Ved utgangen av 2. kvartal utgjorde SOFs portefølje 3,7 mrd. kroner, fordelt på 44 obligasjonslån, av den totale rammen på 50 mrd. kroner. Ved utgangen av 3. kvartal var SOF investert med 6,1 mrd. kroner, fordelt på 69 lån og 50 utstedere.

Folketrygdfondet gjorde en første evaluering av SOF i et brev til Finansdepartementet 30. april, og skriver her følgende:

«Kort tid etter oppstart er det vanskelig å bedømme den fulle effekten av SOF, men det er vårt klare inntrykk at etableringen i alle fall har hatt en positiv indirekte effekt på markedet. Vår oppfatning er basert på tilbakemeldinger fra markedsaktører både på tilretteleggersiden og på selskapssiden. SOF kom raskt på plass, og sammen med andre offentlige tiltak har dette bidratt til økt optimisme. Det er derfor grunn til å tro at etableringen av SOF i seg selv har hatt en effekt på andre aktørers adferd.»¹¹

Lov om Statens obligasjonsfond er denne gang ikke en midlertidig lov som på et senere tidspunkt skal oppheves. Loven vil bli videreført som en beredskapslov slik at det vil kunne iverksettes et tilsvarende tiltak senere uten å måtte utarbeide og behandle et lovforslag på nytt. Dette vil sørge for at SOF kan være hurtigere operativt ved eventuelle senere kriser. Selv om lov om Statens obligasjonsfond ikke er tidsbegrenset legges det like fullt opp til fondet er et midlertidig tiltak. Etter en oppbyggingsfase skal forvaltningen av fondet gradvis bygges ned. Dette vil skje i takt med at obligasjonene forfaller og ved salg når markedssituasjonen normaliseres. Folketrygdfondet skal, etter

¹⁰ [Omtale av SOF på Folketrygdfondet.no](#)

¹¹ [Folketrygdfondets redegjørelse til Finansdepartementet i brev av 30.4.2020](#)

nærmere forespørsel fra departementet, forelegge en plan for avvikling av forvaltningen til godkjenning av departementet.

«Krisen i rentemarkedet utviklet seg svært hurtig og det var en hurtig recovery. Innen SOFs mandater var klare var krisen nesten overstått. Vissheten om at mandatet kom hadde antagelig større effekt som bidragsyter til den raske gjeninnhenting enn utøvelsen av mandatet. [...] Mandatet har i tillegg vært benyttet i nokså liten grad (3,7 mrd av totalt 50 mrd). Vi mener at denne type mandater må ligge klare til benyttelse og ikke behøve stortingsbehandling før de kan anvendes. Tid er av vesentlig betydning i slike kriser, og var spesielt viktig i denne krisen.»

VFFs medlemsundersøkelse

I undersøkelsen som ble foretatt blant VFFs medlemmer ble det spurt om i hvilken grad etableringen av SOF bidro til at det norske rentemarkedet fungerte. Foreningens medlemmer er gjennomgående positive til at SOF ble etablert. Det blir bemerket at SOF, og særlig signaleffekten av at SOF skulle bli etablert, hadde en positiv effekt på markedet, men det blir samtidig også påpekt at SOF ikke ble operasjonelt før den akutte perioden var overstått. Hvor stor betydning etableringen av SOF hadde gir ikke medlemsundersøkelsen noe entydig svar på, men det er enighet om at bidraget kom for sent til å avhjelpe den mest akutte krisen, samtidig som det ikke kan utelukkes at vissheten om at SOF skulle komme, bidro i en viss grad. Som argument for at tiltaket kom «sent på banen» blir det trukket frem at SOFs kun har benyttet en liten del av kapitalen på 50 mrd. kroner.

5.2 Norges Banks virkemiddelbruk

Som omtalt i avsnitt 4.1 var uroen og kursutslagene i finansmarkedene betydelige i mars, med fallende aksjekurser, økt risikopåslag og likviditetsutfordringer i rentemarkedene. I tillegg svekket kronekursen seg dramatisk.

Norges Bank gjennomførte i mars en rekke tiltak med sikte på å dempe krisen. Tiltakene rettet seg mot å bedre likviditeten i markedet og bidra til at redusert styringsrente fikk gjennomslag til pengemarkedsrentene. Tiltakene som Norges Bank gjennomførte var i første rekke følgende:

13. mars: Styringsrenten ble satt ned i tre runder. Først fra 1,5 % til 1,0 % 13. mars, deretter til 0,25 % 20. mars, og til slutt til 0 % 7. mai.

13. mars: Bankene ble tilbudt ekstraordinære F-lån med full tildeling og med tre måneders løpetid.

18. mars: Det ble annonsert midlertidige endringer i retningslinjene for sikkerhetsstillelse for lån i sentralbanken, der hensikten var å øke den mulige utnyttelsen av de ekstraordinære F-lånene.

19. mars: Norges Banks tilbud om ekstraordinære F-lån til bankene ble utvidet til å omfatte løpetider opptil tolv måneder.

19. mars: Norges Bank (og flere andre sentralbanker) offentliggjorde etableringen av midlertidige dollarlikviditetsordninger med den amerikanske sentralbanken.

19. mars: Samme dag varslet Norges Bank at støttekjøp av norske kroner ble vurdert. I ettertid har banken opplyst at det ble gjort slike støttekjøp for til sammen 3,5 mrd. kroner i valutamarkedet.

24. mars: Norges Bank varslet at bankene ville bli tilbudt F-lån i amerikanske dollar med tre måneders løpetid.

I undersøkelsen som ble gjennomført blant medlemmene i VFF, er vurderingen gjennomgående at tiltakene fra Norges Bank (og andre sentralbanker) var avgjørende viktig i den akutte fasen, og at dette var hovedforklaringen på finansmarkedene relativt raskt stabiliserte seg igjen. Flere fremhever imidlertid at tiltakene burde ha kommet tidligere og at tiden det tok før de kom, i seg selv bidro til unødvendig mye markedsstress.

Hvor viktig var Norges Banks virkemiddelbruk for å lette den akutte krisen?

«Svært viktig for å etablere likviditet i rente- og valutamarkedet. Og tiltakene kunne ideelt sett kommet noen dager tidligere».

«Tror dette var vesentlig. Valutamarkedet fungerte svært dårlig og Norges Banks aktive rolle og intervensjoner var ekstremt viktig».

«Svært viktig, særlig F-lån for likviditeten i markedet»

«Norges Bank var for trege med å stabilisere valutamarkedet og redusere intradag volatiliteten. Dette ga unødvendig mye stress inn i det norske rentemarkedet via behovet for sikkerhetsstillelse for valutasikringsposisjoner».

Uttalelser fra evalueringen blant VFFs medlemmer

5.3 Andre nasjonale tiltak¹²

Med tanke på de store konsekvensene for norsk økonomi som koronapandemien og tilhørende smitteverntiltak gir, har norske myndigheter også iverksatt en rekke andre finanspolitiske tiltak. Disse påvirker ikke fondsbransjen direkte, men har som siktemål å dempe effekten og bidra til å stabilisere norsk økonomi, og er derfor av indirekte vesentlig betydning også for VFFs medlemmer. Av de viktigste nevnes:

- Regjeringen etablerte 15. mars en statlig lånegaranti for nye banklån til små og mellomstore bedrifter med en garantiramme på 50 mrd. kroner. I april ble ordningen åpnet også for større bedrifter. Dette er en tidsbegrenset ordning, som 13. november ble forlenget til sommeren 2021.
- Finansdepartementet reduserte kravet til motsyklisk kapitalbuffer i bankene fra 2,5 til 1 % fra 13. mars.
- Finansdepartementet besluttet 23. mars å lette på kravene i boliglånsforskriften.
- Regjeringen har siden midten av mars iverksatt flere tiltakspakker med sikte på dempe de økonomiske konsekvensene av koronapandemien for både bedrifter og enkeltpersoner. Dette omfatter blant annet kompensasjonsordninger, lettelsener i permitteringsreglement og økte bevilgninger på utvalgte områder. Det er også gjort endringer i på skatte- og avgiftssiden, samt på ulike regler og frister for rapportering til det offentlige, der siktemålet har vært å trygge bedrifter og arbeidsplasser.

¹² [Oversikten over tiltak er i stor grad hentet fra Norges Bank, Finansiell stabilitet 2020: Sårbarhet og risiko](#)

5.4 Internasjonale tiltak

The GFC heralded a clear shift in the role of lender of last resort beyond banks.

During the GFC, central banks broke new ground with the scale and breadth of their measures, particularly in terms of eligible counterparties and collateral.

The current crisis has taken this evolution further.

Annual Economic report, BIS, juni 2020

På samme måte som her hjemme har det internasjonalt vært igangsatt en rekke tiltak for å støtte økonomien i de enkelte land. Noen av tiltakene har vært rettet direkte mot kapitalmarkedet generelt, og fondsindustrien spesielt. Det kan være særlig grunn til å nevne den amerikanske sentralbanken (Fed), som 23. mars meddelte at det var behov for «aggressive efforts» for å dempe skadevirkningene av koronapandemien¹³. Fed uttalte at man ville benytte alle sine verktøy for å støtte økonomien, herunder kjøp av verdipapirer «in the amounts needed» for å sikre et velfungerende marked og at pengepolitikken får gjennomslag i økonomien. Dette inkluderte direkte kjøp av verdipapirfond, og da i første rekke rentefond i form av ETFer, med sikte på å

stabilisere det finansielle systemet. Ved utgangen av august ble Feds kjøp av rentefond oppgitt til 8,7 mrd dollar¹⁴.

Japans sentralbank, Bank of Japan, har kjøpt fond (ETFer) siden 2010. I motsetning til Fed har den japanske sentralbanken også kjøpt aksje-ETFer, der begrunnelsen har vært å stabilisere markedet og å støtte investeringer. For å støtte økonomien ytterligere ble det i midten av mars vedtatt å øke investeringsrammen til 112 mrd. dollar (12 billioner Yen), det dobbelte av det som så langt hadde vært sentralbankens ramme¹⁵.

Ovennevnte land er kanskje eksempler på de sentralbanker som har benyttet verdipapirfond mest direkte i sine operasjoner, men ulike former for støttetiltak har vært gjennomført i de aller fleste utviklede økonomier. BIS omtaler dette på følgende måte i sin rapport¹⁶:

«Given the magnitude of the shock that triggered the current crisis, central banks deployed their full arsenal of tools, sometimes in unprecedented ways.

The specific type of intervention varied with the nature of the stress and countries' characteristics, particularly the structure of the financial system and the conditions of its major players...

The importance of the financial structure merits special attention. The lender of last resort function has historically evolved in line with financial market development. Traditionally, central bank emergency lending was synonymous with credit provision to banks. As capital markets developed and the importance of market-based finance increased, the reach of emergency lending broadened...

A striking feature this time has been the prevalence of interventions aimed at non-bank financial institutions, including entities such as mutual funds. This is in line with the growing role of market-based financing, particularly for the non-financial corporate sector...

¹³ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>

¹⁴ <https://www.marketwatch.com/story/the-fed-has-been-buying-etfs-what-does-it-mean-11600704182>

¹⁵ <https://www.ft.com/content/fd403436-674a-11ea-800d-da70cff6e4d3>

¹⁶ [BIS Annual Economic report \(2020\)](#)

As a result, central banks, particularly in AEs, have increasingly been acting as market-makers or dealers of last resort. More broadly, central banks targeted a wide range of market segments through outright asset purchases. Most notably, they undertook large-scale purchases of government bonds, either by ramping up existing programmes or by establishing new ones.»

Rådet for Finansiell Stabilitet¹⁷ (Financial Stability Board (FSB)) publiserte i november 2020 en rapport kalt «Holistic Review of the March Market Turmoil»¹⁸. I rapporten omtales den økte systemkritiske rollen som verdipapirfond, forsikringsselskaper, pensjonskasser og andre finansielle mellommenn («Non Bank Financial Intermediation» (NBFIs)) spilte i koronakrisen. I rapporten lanseres det på bakgrunn av dette et program for et arbeid som FSB skal overvåke de neste par årene for å kartlegge systemkritisk risiko relatert til NBFIs. Tanken er at dette arbeidet skal danne grunnlag for å se på regulatoriske forhold og sentralbankenes virkemidler for å «*enhance the resilience of the NBFIs sector while preserving its benefits*».

6. Arbeidsgruppens vurderinger og anbefalinger

6.1 Innledning

Som omtalt i kapittel 4 ga koranapandemien store og sammenlignet med finanskrisen i 2008, svært hurtige utslag i alle de finansielle markedene i den akutte fasen våren 2020. Både verdipapirfond og diskresjonære mandater ble berørt. Ikke bare kapitalforvaltningsbransjen, men hele finanssektoren utenfor bank ble truffet av kursfall i finansmarkedene, økt risikopåslag og ikke minst likviditetsutfordringer i rentemarkedene.

Det er viktig både for bransjen og for myndigheter å trekke lærdom av det som skjedde, slik at man står så godt rustet som mulig til å møte tilsvarende hendelser i fremtiden. Denne rapporten er motivert nettopp ut fra dette ønsket.

Et viktig læringspunkt fra denne våren er at kriser oppstår raskt. Det er derfor svært viktig at effektive og nødvendige tiltak kan settes inn tilnærmet momentant om behovet tilsier det. Dette fordrer blant annet at det til neste gang noe lignende treffer oss foreligger oppdaterte planer og effektiv beredskap som gjør at det kan reageres raskt, både hos markedsaktører og myndigheter.

Arbeidsgruppen har ikke bastante oppfatninger eller tilrådninger knyttet til hvilke myndighetstiltak som fremover bør settes inn i situasjoner hvor dette er nødvendig av hensyn til den finansielle stabiliteten, hvordan disse konkret bør utformes eller rangeres. Det sentrale bør imidlertid være at tiltakene både kan settes raskt inn og fungere effektivt.

De erfaringer som ble høstet i den akutte fasen i vår, tilsier etter arbeidsgruppens oppfatning at tiltakene som denne gang ble satt inn fra myndighetenes side, burde kommet raskere og vært utformet noe annerledes. Arbeidsgruppen vil understreke at også bransjen har et ansvar for å trekke lærdom av det som skjedde. Nødvendige tilpasninger og endringer innenfor det bransjen selv har herredømme over bør gjennomføres. Arbeidsgruppens anbefalinger er således myntet både på bransjen selv og på myndighetene.

¹⁷ Rådet for Finansiell Stabilitet er en internasjonal organisasjon som overvåker og gir råd knyttet til det globale finansielle system. Organisasjonen ble etablert etter G20-landenes toppmøte i London i 2009

¹⁸ [FSB: Holistic Review of the March Market Turmoil](#) (2020)

6.2 Vurdering av tiltakene som ble satt inn

Som omtalt i kapittel 5 iverksatte norske myndigheter en rekke tiltak i forbindelse med utbruddet av koranapandemien. I første rekke tiltak for å begrense smitte av viruset, men også massive støttetiltak for å dempe de økonomiske konsekvensene.

Arbeidsgruppen vil understreke at grunnlaget for de tiltakene som norske myndigheter setter inn i kritiske markedsituasjoner må være basert på nasjonale hensyn. Hensynet til finansiell stabilitet og norsk økonomi må selvsagt være det førende. Erfaringene som ble høstet i den mest dramatiske perioden i vår, tilsier imidlertid at det det kan være grunnlag for å vurdere hvorvidt de tiltakene som ble satt inn var de eneste riktige tiltakene, og om de var hensiktsmessig utformet og dimensjonert.

Arbeidsgruppens vurdering av de myndighetstiltakene som var sentrale for bransjen fremgår av de to boksene under. Spissformulert er arbeidsgruppens generelle vurdering av disse følgende: «For lite, for sent».

Arbeidsgruppens vurdering av tiltakene

Norge Bank

Arbeidsgruppens vurdering er at tiltakene som Norges Bank og andre sentralbanker gjennomførte var av avgjørende betydning, og at summen av disse tiltakene er hovedforklaringen på at finansmarkedene relativt raskt stabiliserte seg igjen.

Arbeidsgruppen mener likevel at Norges Bank burde reagert raskere enn hva som ble gjort. For det første burde det tidligere blitt tilbudt F-lån med lengre løpetid enn tre måneder. I tillegg burde intervensjonene som ble gjennomført i valutamarkedet for å styrke kronen, og ikke minst varslet om dette, kommet tidligere. Svekkelsen av kronen var svært omfattende og medførte store konsekvenser, blant annet for valutasikrede porteføljer. Effektene kunne vært dempet dersom det hadde vært reagert raskere fra Norges Bank.

Arbeidsgruppen mener videre at Norges Bank burde tilført likviditet til markedet også gjennom andre kanaler enn F-lån til bankene. Som omtalt i avsnitt 4.1.4 var det tilnærmet full stopp i det norske interbankmarkedet i den mest kritiske fasen. Det førte til at heller ikke valuta- og swapmarkedet fungerte slik det burde. Likviditetstilførselen fra Norges Bank ble dermed ikke kanalisert like effektivt til markedet som i mer normale situasjoner, og dette bidro til å forverre en allerede kritisk situasjon. Arbeidsgruppens vurdering er at den kritiske situasjonen kunne ha blitt dempet ved å tilføre likviditet også gjennom andre kanaler enn det som ble gjort.

Arbeidsgruppens vurdering av tiltakene

Statens obligasjonsfond

Arbeidsgruppens vurdering er at etableringen av Statens obligasjonsfond (SOF) hadde en positiv, men begrenset effekt. Signaleffekten var trolig den viktigste. Krisen i mars utviklet seg svært raskt og selv om etableringen av SOF, sammenlignet med ordinære lovprosesser, skjedde hurtig, var SOF først operativ etter at den akutte krisen var passert.

Arbeidsgruppen viser dessuten til at SOF var et virkemiddel som ble utarbeidet i tilknytning til finanskrisen i 2008. Krisen som vi nå opplevde, utviklet seg svært forskjellig fra den forrige og den neste vil høyst sannsynlig ha sitt eget særpreg.

Arbeidsgruppen vil også påpeke at det er en iboende motsetning mellom på den ene siden formålet med SOF, som er å bidra til økt likviditet og kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet i Norge, og kravet om at Folketrygdfondets forvaltning av ordningen skal skje på ordinært kommersielt grunnlag. Arbeidsgruppen mener derfor det bør vurderes andre og mer effektive måter å tilføre likviditet på til kredittobligasjonsmarkedet i situasjoner tilsvarende den vi opplevde i mars.

6.3 Anbefalinger

Arbeidsgruppen har på bakgrunn av de erfaringer som er høstet i forbindelse med krisen i vår vurdert hvilke tiltak, både nye og endringer i eksisterende, som bør gjøres i forkant av og under en tilsvarende ny krise i fremtiden. Arbeidsgruppen tror ikke det bare er én oppskrift som vil virke. Det kan være en rekke forskjellige tiltak som både før og under en krise kan være effektive for å bidra til finansiell stabilitet. Arbeidsgruppen viser i denne forbindelse til det initiativ som FSB nylig har tatt for å vurdere regulatoriske forhold og sentralbankens virkemidler for «Non Bank Financial Intermediation». Arbeidsgruppen legger til grunn at også norske myndigheter vil gjøre tilsvarende øvelser og følge med på de prosesser som foregår internasjonalt i kjølvannet av koronapandemien. I tillegg bør norske myndigheter ha i mente at den volatile norske kronen representerer en vesentlig tilleggsrisiko for norske fondsforvaltere (noe som ble tydelig demonstrert i mars).

Arbeidsgruppens anbefalinger bør ses på som innspill som kan bidra til å gjøre markedet mindre sårbart for fremtidige hendelser som den vi opplevde tidligere i år, samt forslag som kan bidra til at håndteringen av den neste krisen skjer raskere og mer effektivt. Arbeidsgruppens håp er at dens anbefalinger blir tatt med i de vurderinger som både myndigheter og bransjen bør gjøre i kjølvannet av denne krisen.

Når det gjelder tiltak på myndighetssiden vil arbeidsgruppen anbefale følgende:

- Uavhengig av hvilke tiltak som settes inn i en krisesituasjon som den vi opplevde i vinter, er det avgjørende viktig at tiltakene settes inn raskt. Det forutsetter blant annet at oppdaterte planer og beredskap er på plass – også hos myndighetene. I så måte er det bra at lov om Statens obligasjonsfond vil bli videreført som en beredskapslov. Det innebærer at dette tiltaket vil kunne settes raskere inn neste gang det skulle være aktuelt.
- Lov om Statens obligasjonsfond bør videreføres, men det bør vurderes å rendyrke dens rolle som tilfører av likviditet til kredittobligasjonsmarkedet. Et alternativ kan være at orvaltningen

av ordningen overføres til Norges Bank og at mandatet endres til å støtte opp under finansiell stabilitet.

- Norges Bank bør vurdere også andre kanaler enn F-lån for å tilføre nødvendig likviditet til markedet. Særlig gjelder dette i situasjoner hvor de tradisjonelle kanalene ikke fungerer slik de normalt gjør. En variant kan være at sentralbanken i større grad åpner for at fondsandeler kan stilles som sikkerhet for lån. En slik ordning kan utformes både ved at eier av fondsandelene ved låneopptak kan pantsette disse (noe det allerede er adgang til i dag), men en annen variant som bør vurderes er å åpne for at også et verdipapirfond kan oppta lån i Norges Bank, og der sikkerheten stilles gjennom å pantsette papirer som inngår i fondet. Arbeidsgruppen viser til at andre lands sentralbanker har inkludert kjøp av fondsandeler direkte i sin likviditetsstyring. Dette har skjedd som en konsekvens av økende andel markedsfinansiering av foretakssektoren.
- I flere fondsjurisdiksjoner innenfor EØS er det for ordinære verdipapirfond (UCITS-fond) adgang til å ha visse mekanismer for å begrense store innløsninger (omtalt som «gating»). En typisk utforming er at dersom innløsninger i løpet av en handelsdag, enkeltvis eller samlet, overstiger en viss terskel, så skaleres innløsningen ned på pro rata basis og gjennomføres over flere dager. VFF har i brev av 4. september 2019 til Finansdepartementet anbefalt at en slik adgang også vurderes innført i den norske verdipapirfondloven. En slik adgang ville ha hjulpet på situasjonen i den mest kritiske fasen i mars. Arbeidsgruppen vil tilrå at dette forslaget følges opp. For ordens skyld vil arbeidsgruppen påpeke at et verdipapirfond alltid bør ha en god likviditetsstyring som gjør at fondet kan møte innløsninger.

Arbeidsgruppen vil i tillegg anbefale at bransjen selv tar initiativet og medvirker til at følgende justering i markedspraksis blir vurdert:

- Utvikle et marked for gjenkjøpsavtaler (repoavtaler – se faktaboks under) i Norge. Sammenlignet med andre land brukes det norske repomarkedet i liten grad av kapitalforvaltningsbransjen, og likviditetsplasseringer skjer i all hovedsak i form av usikrede bankinnskudd. I større økonomier er repomarkedet et svært effektivt marked og det er utbredt praksis for at sentralbankene tilfører likviditet gjennom gjenkjøpsavtaler. En fordel med repoavtaler er at det kan fremskaffes likviditet (også i annen valuta enn NOK) på kort sikt uten å måtte selge underliggende verdipapirer. For et verdipapirfond reguleres gjenkjøpsavtaler på samme måte som kortsiktige låneopptak, dvs. at det gjelder en begrensning på maks 10 % av fondets eiendeler. Dersom det norske repomarkedet videreutvikles vil det kunne være et viktig supplement til F-lån fra Norges Bank. Arbeidsgruppen mener at repomarkedet i større grad bør brukes og vil derfor anbefale aktørene om å bidra til å utvikle dette markedet i Norge.
- Markedsutviklingen innebærer at sikkerheten som stilles i forbindelse med valutasikring i økende grad skjer i form av kontanter på bekostning av sikkerhet i form av finansielle instrumenter. For den norske kapitalforvaltningsbransjen er ikke dette en ønsket utvikling, noe erfaringene fra i vår illustrerer. Arbeidsgruppen antar at det kan være krevende for bransjen å snu denne trenden, men mener dette absolutt er noe som bør tilstrebes.
- OTC-derivater som benyttes ved forvaltningen av verdipapirfond bør cleares. Gjennom automatisert clearing forenkles arbeidsprosessene. Clearingen innebærer imidlertid at det må stilles sikkerhet i form av kontanter. Bruk av repoavtaler vil i denne forbindelse være et

svært velegnet instrument. Arbeidsgruppen vil ikke utelukke at det også kan være andre tiltak eller forslag som bør vurderes, men har for egen del ikke identifisert noen klare kandidater.

Avslutningsvis vil arbeidsgruppen understreke at det uansett er viktig at tiltak som vurderes ikke bidrar til å redusere konkurransekraften til den norske kapitalforvaltningsbransjen. Arbeidsgruppen vil dessuten minne om at neste gang en krise oppstår, så vil den med stor synlighet være forskjellig fra den forrige

Gjenkjøpsavtaler (Repoavtaler)

Gjenkjøpsavtaler (eller Repoavtaler) er en avtaleform som innebærer at to motparter samtidig inngår et salg og et fremtidig kjøp av et verdipapir. De to transaksjonene anses som én avtale mellom partene. Kjøper betaler kjøpesummen når kontrakten inngås, og selger mottar likviditet i perioden til det avtalte tilbakekjøpet finner sted. Avtaleformen innebærer at selger beholder kursrisikoen i avtaleperioden. Prisen, eller renten, for denne perioden bestemmes av forskjellen mellom salgs- og tilbakekjøpsprisen.

Ofte er det vilkår i slike avtaler at dersom det blir et avvik mellom markedsverdien og gjenkjøpsverdien så skal dette sikres ved utveksling av tilleggsikkerhet. Banker inngår ofte slike avtaler i kombinasjon med å sette opp en kreditttramme mot motparten som utgangspunkt for avtalen. For utlåner kan dette være en foretrukken måte å låne ut penger på sammenlignet med et ordinert utlån, da man som utlåner sitter med sikkerhet for utlånet. Hvis verdien på sikkerheten faller, så vil en motta tilleggsikkerhet fra motparten.

Den mest alminnelige bruken av gjenkjøpsavtaler i markedet er knyttet til et ønske om likvide midler (kontanter) hos en eier av finansielle instrumenter. For et verdipapirfond vil risikoen ved en gjenkjøpsavtale primært være risikoen for at motparten ikke kan levere instrumenter slik som forutsatt i avtalen om tilbakekjøp

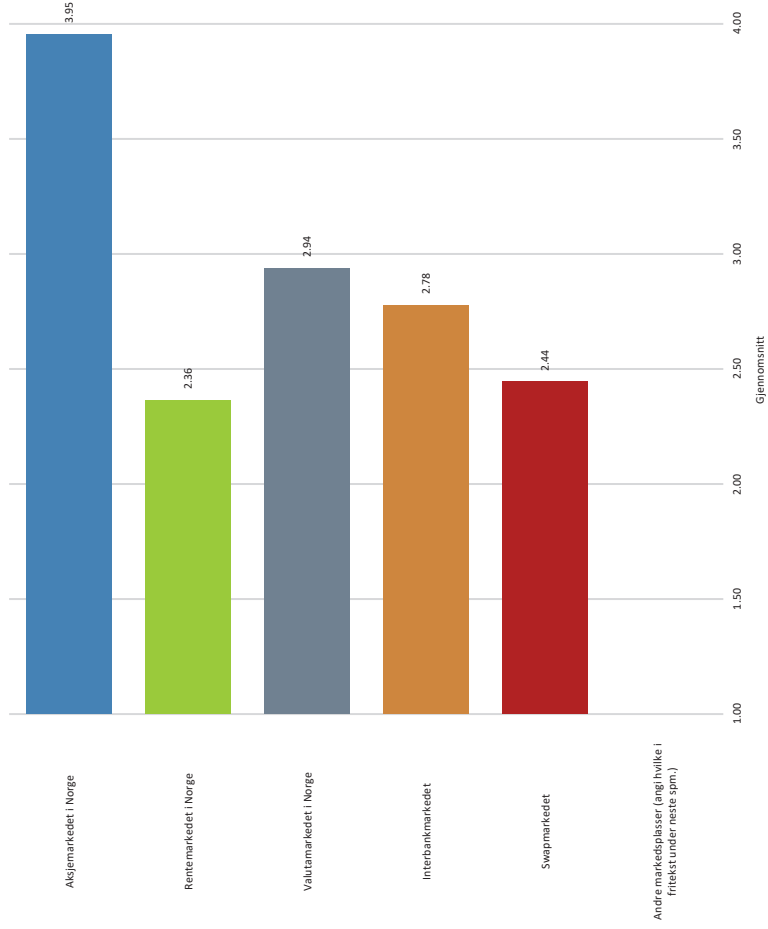
Bruk av gjenkjøpsavtaler innebærer at det kan fremskaffes likviditet på kort sikt uten at man må selge de underliggende verdipapirene. Dette vil også gjøre det mulig å kunne fremskaffe likviditet i annen valuta enn NOK. En utfordring vil være at det ofte bare vil være et lite utvalg av verdipapirer som aksepteres som sikkerhet, noe som særlig kan gjøre seg gjeldende i krisetilfeller.

Selve oppgjøret både for salget og tilbakekjøpet gjøres gjennom en depotbank som sikrer en samtidig utveksling av verdipapirer mot penger. Selv om dette er et salg og et samtidig kjøp av underliggende verdipapir, så skal dette handles, bokføres og rapporteres som et OTC-derivat. Alle inngåtte gjenkjøpsavtaler skal rapporteres til tilsynsmyndighetene.

Evaluering - koronapandemiens konsekvenser for fondsbransjen

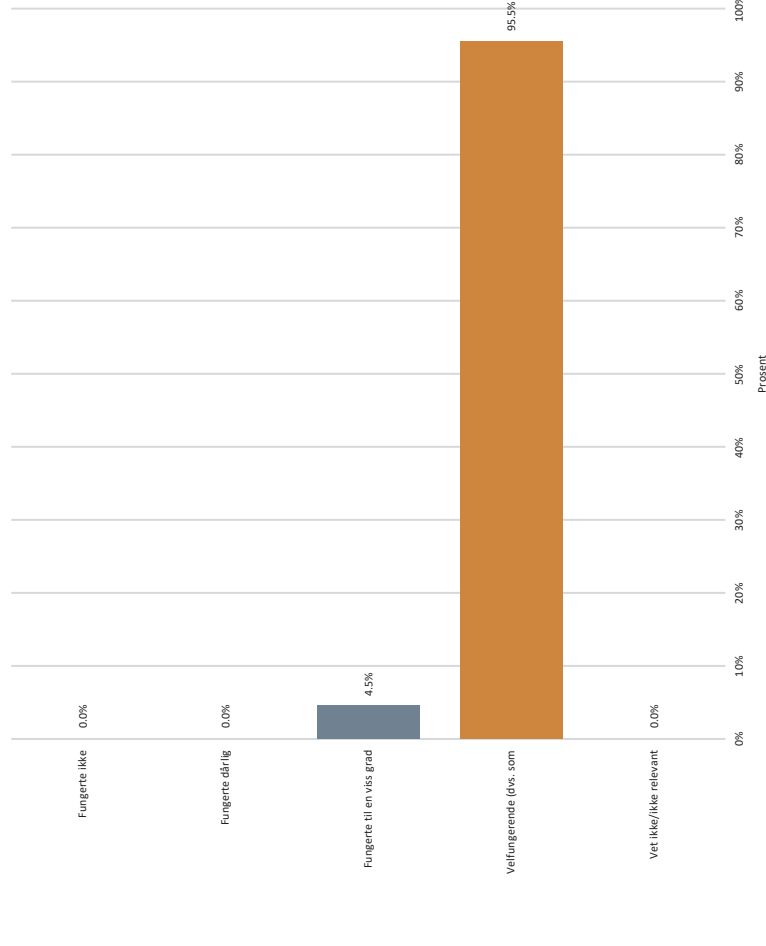
A. Markedenes funksjonalitet

1. Hvordan vil du beskrive funksjonaliteten til følgende markedsplasser under den mest akutte perioden (særlig uke 11-13) i våres?



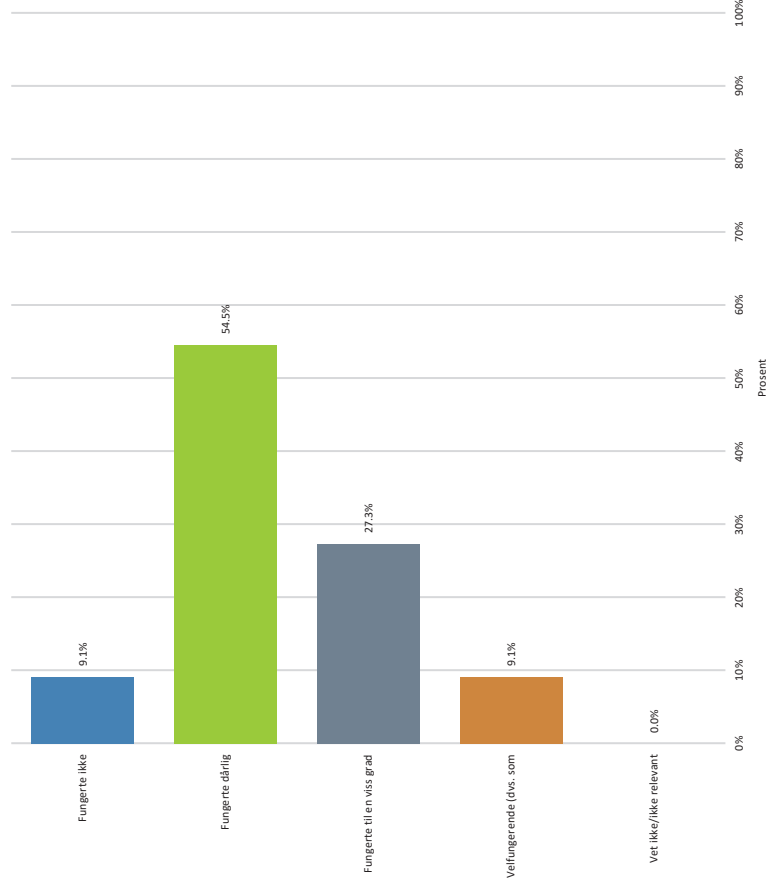
Spørsmål	Gjennomsnitt	N
Aksjemarkedet i Norge	3,95	22
Rentemarkedet i Norge	2,36	22
Valutemarkedet i Norge	2,94	21
Interbankmarkedet	2,78	21
Swapmarkedet	2,44	21
Andre markedsplasser (angi hvilke i fritaket under neste spm.)	0,00	14

2. Aksjemarkedet i Norge



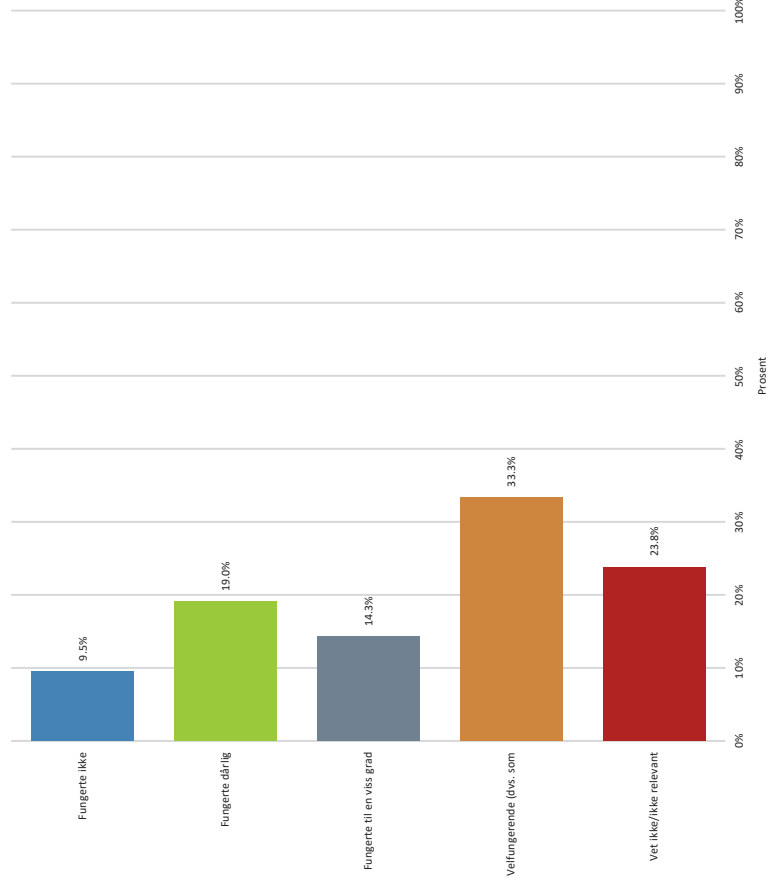
Navn	Prosent
Fungerte ikke	0,0%
Fungerte dårlig	0,0%
Fungerte til en viss grad	4,5%
Veifungerende (dvs. som normalt)	95,5%
Vet ikke/ikke relevant	0,0%
N	22

3. Rentemarkedet i Norge



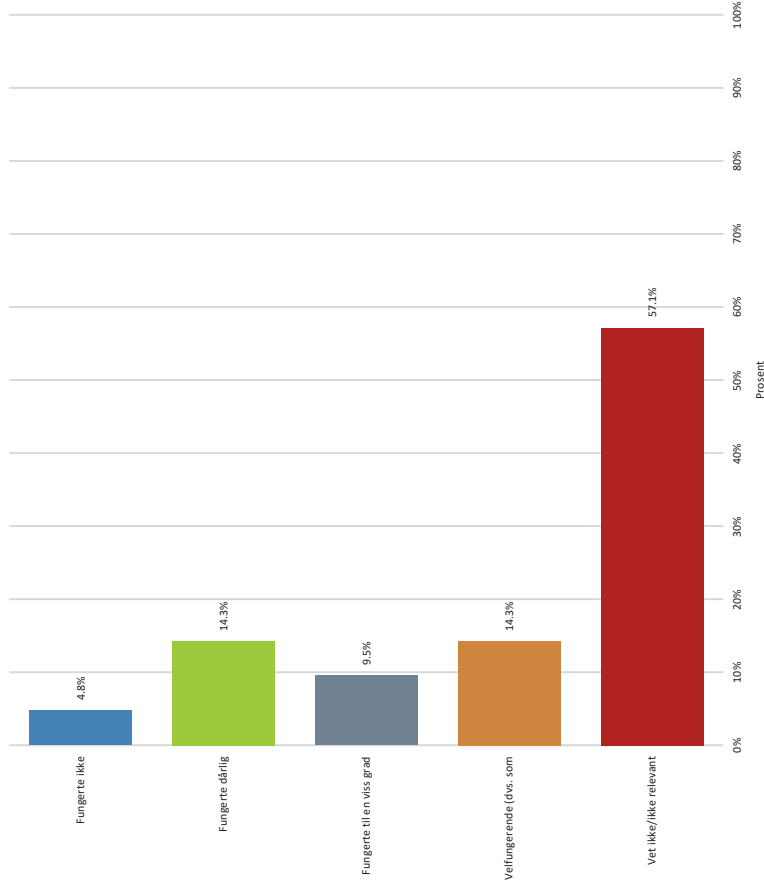
Navn	Prosent
Fungerte ikke	9.1%
Fungerte dårlig	54.5%
Fungerte til en viss grad	27.3%
Velfungerende (dvs. som normalt)	9.1%
Vet ikke/ikke relevant	0.0%
N	22

4. Valutemarkedet i Norge



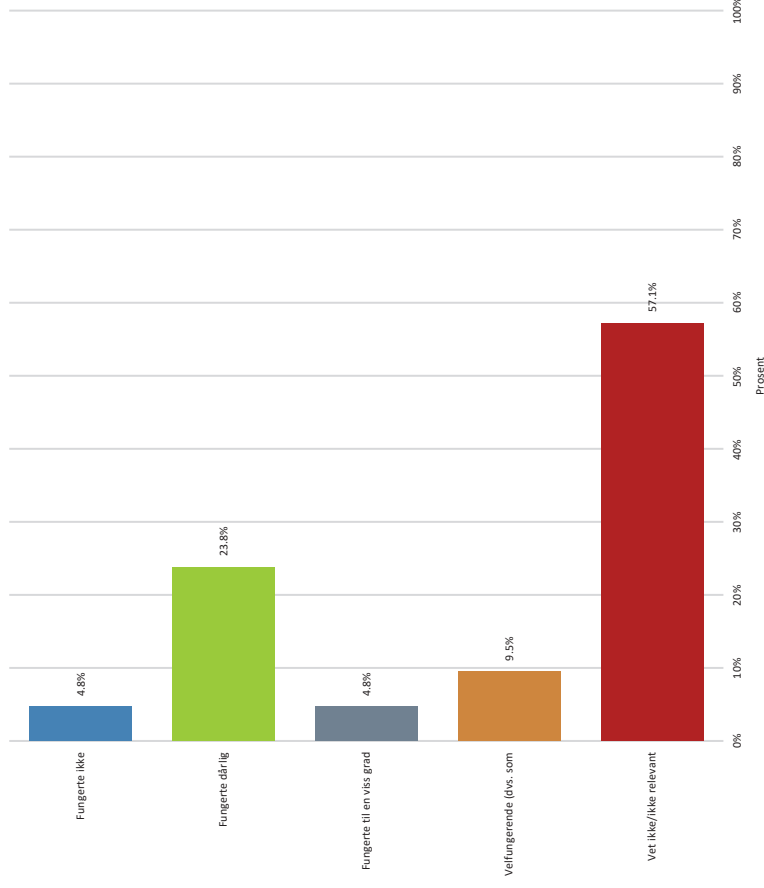
Navn	Prosent
Fungerte ikke	9.5%
Fungerte dårlig	19.0%
Fungerte til en viss grad	14.3%
Velfungerende (dvs. som normalt)	33.3%
Vet ikke/ikke relevant	23.8%
N	21

5. Interbankmarkedet



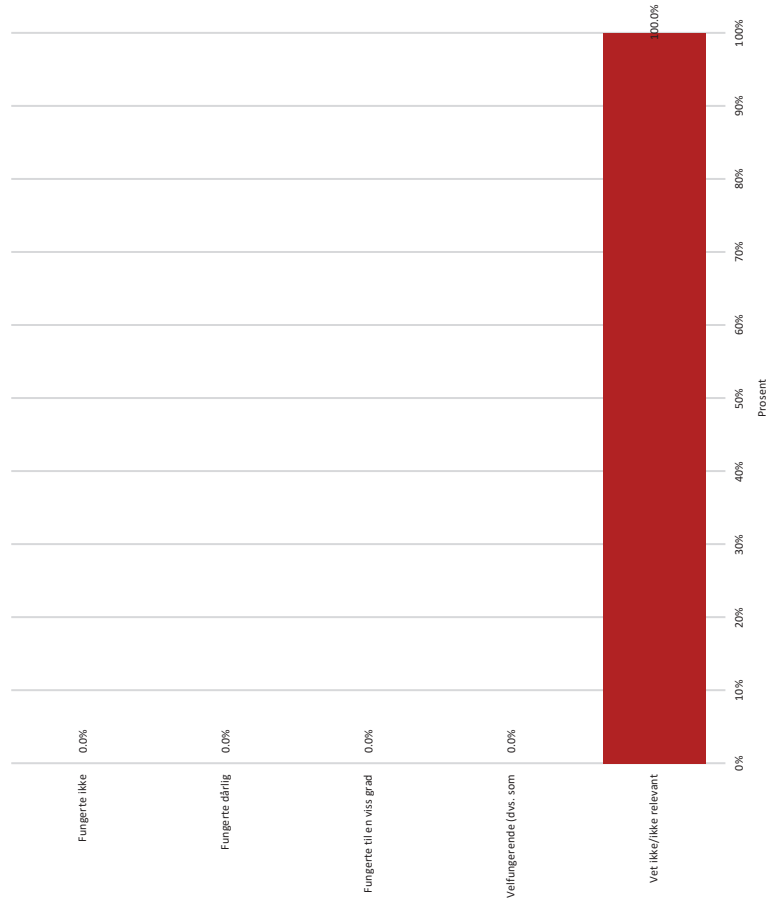
Navn	Prosent
Fungerte ikke	4,8%
Fungerte dårlig	14,3%
Fungerte til en viss grad	9,5%
Velfungerende (dvs. som normalt)	14,3%
Vet ikke/ikke relevant	57,1%
N	21

6. Swapmarkedet



Navn	Prosent
Fungerte ikke	4,8%
Fungerte dårlig	23,8%
Fungerte til en viss grad	4,8%
Velfungerende (dvs. som normalt)	9,5%
Vet ikke/ikke relevant	57,1%
N	21

7. Andre markedsplasser (angi hvilke i fritekst under neste spm.)



Navn	Prosent
Fungerte ikke	0,0%
Fungerte dårlig	0,0%
Fungerte til en viss grad	0,0%
Velfungerende (dvs. som normalt)	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	100,0%
N	14

8. Dersom noen av markedene etter din mening ikke var velfungerende, hva mener du var årsaken til dette?

Feks valuta eksisterte jo ikke kjøper/selger kurs.

Likviditeten i rentemarkedet og tilhørende markeder ble til en stor grad borte p.g.a. usikkerhet. Myndighetene fokusert på bankene, men dette treff fondsbransjen med stor kraft. Tiltak fra myndighetene for å lette situasjonen tok for lang tid.

High yield obligasjons markedet var illikvid. Det fantes ikke kjøpere til obligasjonene.

Prisering, dette gjelder markedet for kredittpapirer – High Yield.

En veldig stor andel av volumet i dette markedet er eiet av vp-fond, hvor pengene er oppsigelig på tre dager.

Dette er nyb situasjon for dette markedet som historisk har vært domminert av langsiktige eiere som liv -og pensjonspengene

Da det stormet som verst var det nesten ikke kjøpere i høyrentemarkedet samtidig som det var betydelige innløsninger i fondene som kombinert med kraftig svekket NOK (som første til margincalls på valutasikring av internasjonale investeringer) ga en meget utfordrende markedsituasjon.

Tilnærmet total likviditetstørke enkelte dager i mars

Like dårlig likviditet i pengemarkedet som i obligasjonsmarkedet

Virket som "alle" som normalt hadde interesse av å kjøpe egne korte papirer suspenderte denne aktiviteten

Selv DNB kjøpte ikke egne korte papirer i perioden

Vi opplevde å ikke få pris i kurante kommunepapirer med kort løpetid – "alt" måtte megles

Korte F-lån var ikke nok til å motivere bankene til å kjøpe egne papirer

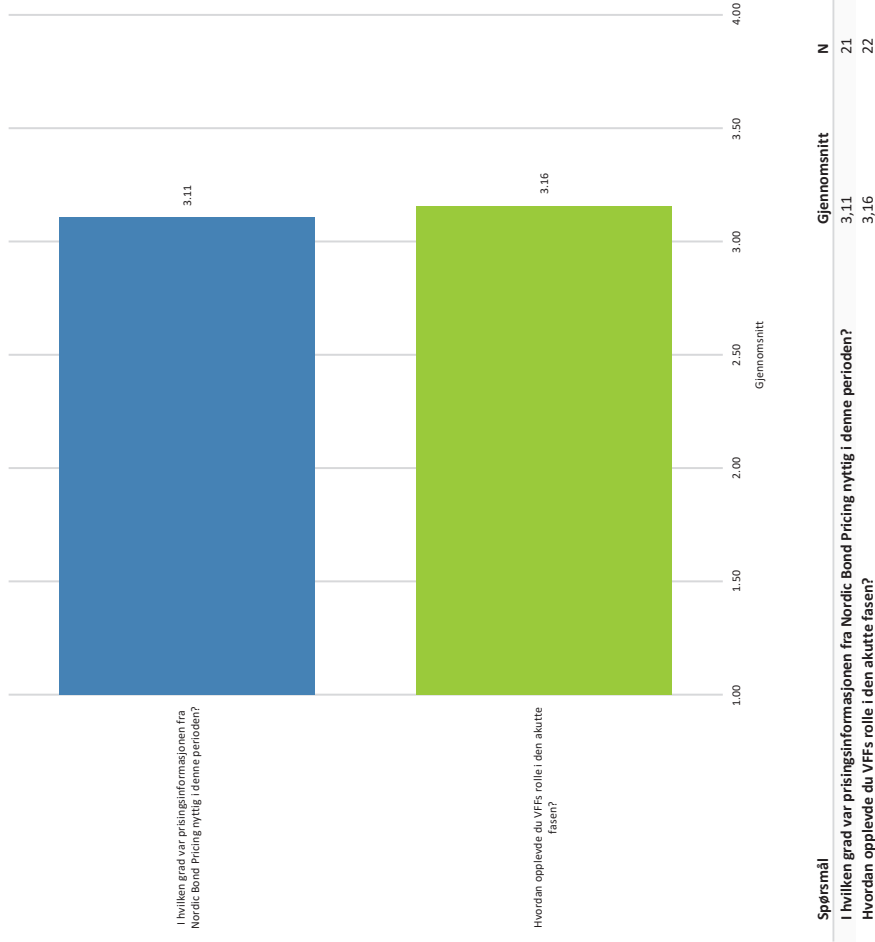
0 - interesse fra bankene for å by på papirer der egen balanse måtte brukes.

Tilnærmet total likviditetstørke innen FX enkelte dager – marginale volumer flyttet markedsprisingen

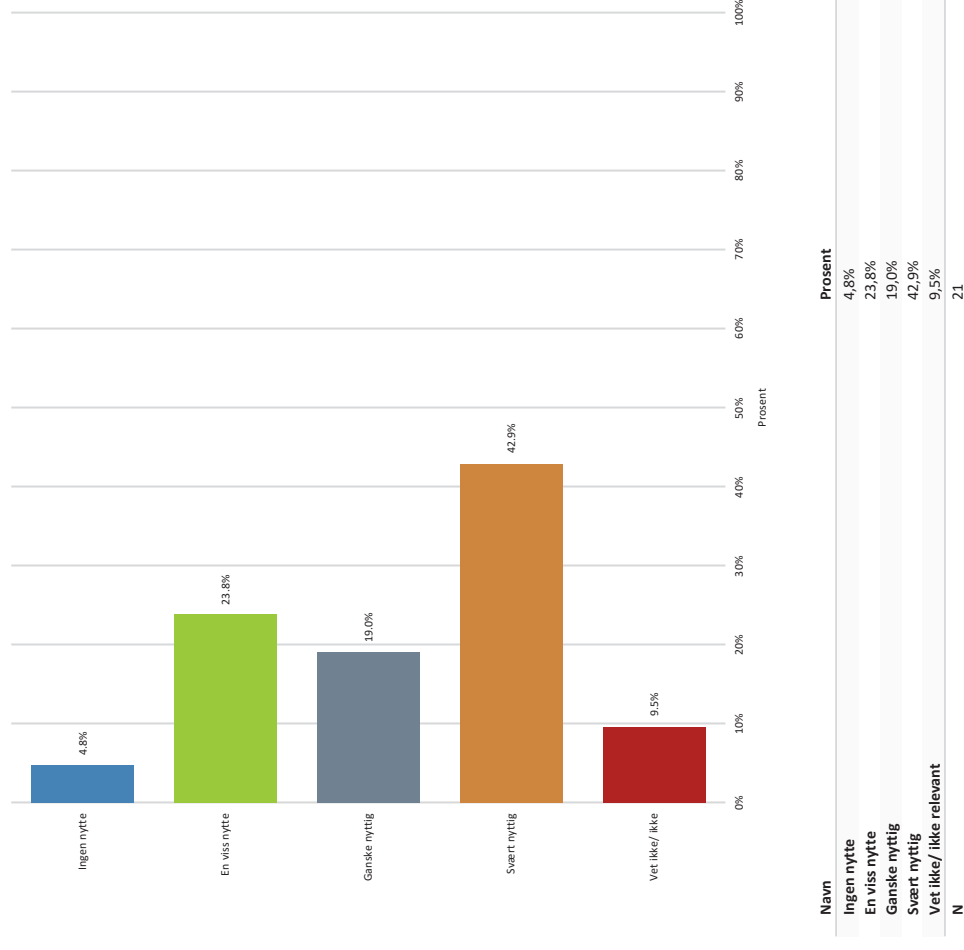
Manglende likviditet

B. Infrastruktur/underliggende forhold

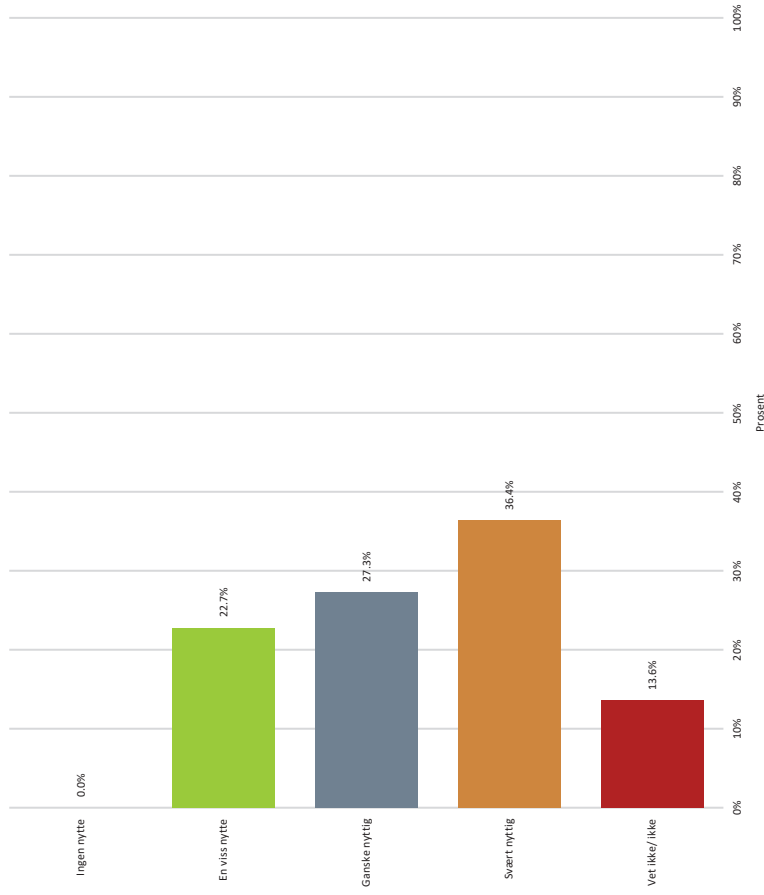
9. Vi vil gjerne ha ditt syn på følgende forhold knyttet til markedets virkemåte og utøvelsen av egen virksomhet under den samme perioden.



10. I hvilken grad var prisingsinformasjonen fra Nordic Bond Pricing nyttig i denne perioden?

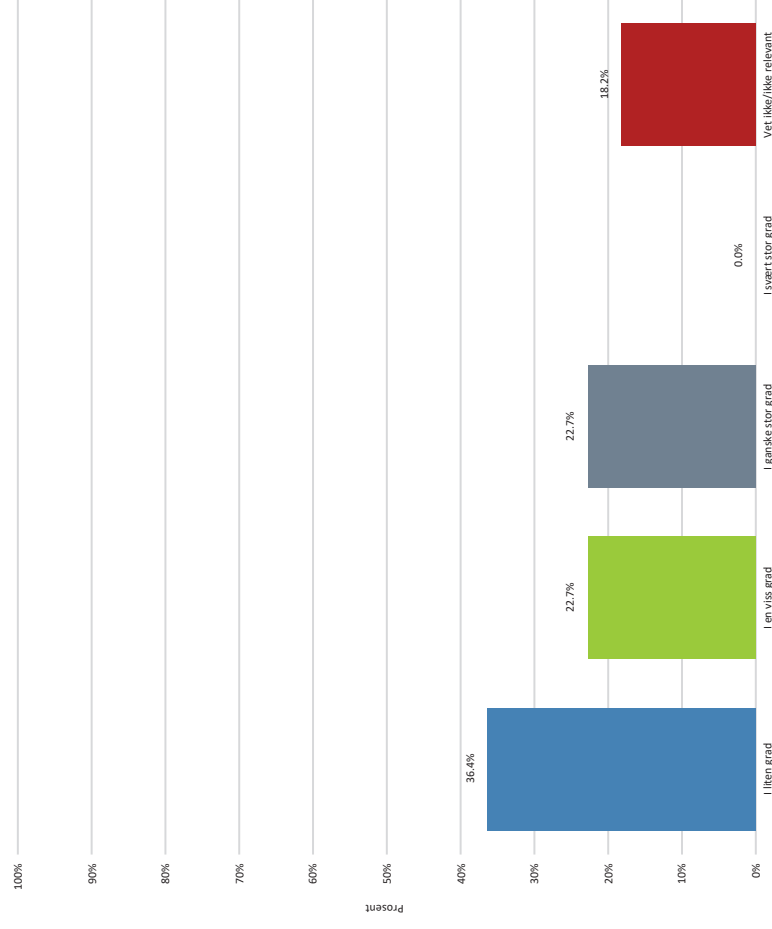


11. Hvordan opplevde du VFFs rolle i den akutte fasen?



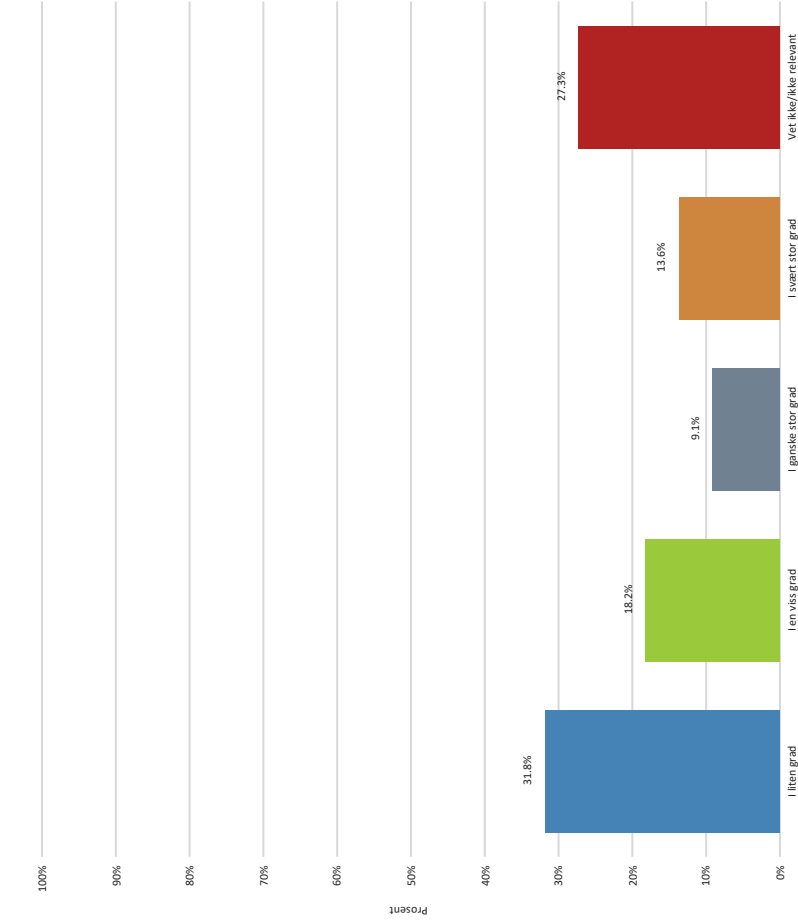
Navn	Prosent
Ingen nytte	0.0%
En viss nytte	22.7%
Ganske nyttig	27.3%
Svært nyttig	36.4%
Vet ikke/ Ikke relevant	13.6%
N	22

12. I hvilken grad bidro bankene/verdi papirforetak i form av rollen som marked maker/«investor for egen risiko» til at markedene fungerte?



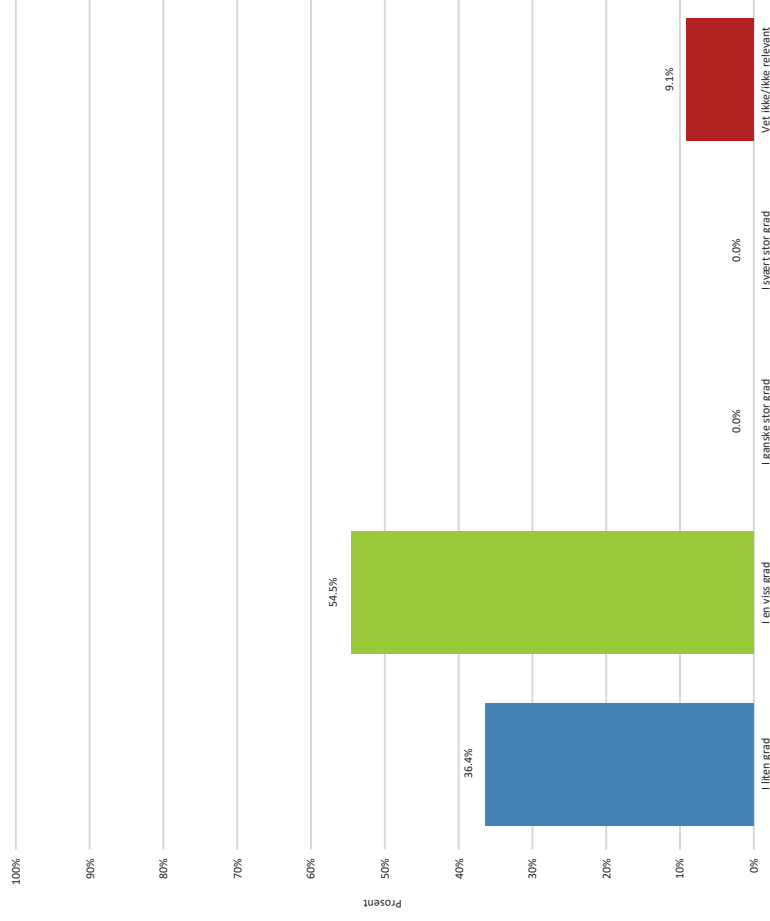
Navn	Prosent
I liten grad	36.4%
I en viss grad	22.7%
I ganske stor grad	22.7%
I svært stor grad	0.0%
Vet ikke/ Ikke relevant	18.2%
N	22

13. For selskaper som forvalter fond med valutastikrede posisjoner: Ved valutastikring stiller motparten krav til sikkerhetsstillelse/marginkrav til sikrede posisjoner (collateral). I hvilken grad skapte valutakursutviklingen vanskeligheter for ditt selskap?



Navn	Prosent
I liten grad	31,8%
I en viss grad	18,2%
I ganske stor grad	9,1%
I svært stor grad	13,6%
Vet ikke/ikke relevant	27,3%
N	22

14. Har markedsuroen vi har opplevd i forbindelse med koronasituasjonen medført at forvaltningen av fondene er endret for bedre å kunne møte tilsvarende uro i fremtiden?



Navn	Prosent
I liten grad	36,4%
I en viss grad	54,5%
I ganske stor grad	0,0%
I svært stor grad	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	9,1%
N	22

15. Opplevde dere at det var vesentlige ulikheter mellom de ulike bankene/verdpapirforetakene i hvordan de bidro til å få markedene til å fungere?



Navn	Prosent
I liten grad	14.3%
I en viss grad	23.8%
I ganske stor grad	23.8%
I svært stor grad	19.0%
Vet ikke/ikke relevant	19.0%
N	21

16. Gi gjerne utfyllende kommentarer til spørsmålene – og gjerne også om det er andre forhold knyttet til infrastruktur/marked enn de som er nevnt her som etter din mening har vært av betydning under koronapandemien.

Mulig uklar rolle om styring av myndighetstiltak da aktører også satt på kjøpersiden

En del av kursene fra Nordic Bond Pricing reflekterte i liten grad det man faktisk kunne få for obligasjonene hvis man la dem ut for salg. Dette gjør at det bør stilles spørsmål om hvorvidt rentefondene var korrekt priset i denne perioden.

I rentemarkedet var det primært var det DNB, samt Swedbank som bidro til å få markedene til å fungere.

Danske Bank var tidlig fraværende også i dette markedet.

En uavhengig prising av markedet som vi har i Norge ved NBP er særst viktig. Se til situasjonen i Sverige.

Så får det heller være at man selvfølgelig kan stille spørsmål ved riktigheten av NBP prisene underveis i krisen

På det verste under krisen var bankenes bølker stengt, og selv sikre korte obligasjoner måtte selges med betydelig rabatt.

Det syntes som om spesielt DNB i mindre grad bidro relativt til sin dominerende posisjon i markedet.

Nedstengingen av DNB Markets i Bjørnveia og den medførende delokaliseringen av meglerbordet medførte til at rentemarkedet fungerte dårlig i en ukens periode. DNB, som Norges største meglerhus i rentemarkedet, slet også i flere uker med at Market-making funksjonen ble overbelastet pga for lite mannskap

17. Tall fra markedsstatistikken kan tyde på at enkelte forvaltningsselskap hadde høyere andel av innløsningsene under krisen enn andelen målt ved forvaltningskapital isolert sett skulle tilsi. Har du synspunkter/kommentarer til dette?

For retail markedet fungerte markedet som forventet.

For institusjonelle investorer var bildet annerledes. På lik linje som mange andre aktører har vi flere institusjonelle kunder som har kundeforhold med mer enn en aktør. Vår opplevde dialog med flere av disse kundene var av en slik karakter at man som kunde vil kunne hevde at man ble veiledet til å innløse hos andre aktører for å unngå at fond som var svært stresset ikke skulle bli ytterligere stresset (les svært dårlig innløsningskurs/forsinnet innløsningskurs/suspendert fond). Jeg tenker at som bransje har nok enkelte kunder fått en dårlig opplevelse av hvordan bransjen samt det kollegiale mellom aktørene fungerer

Det er også vår oppfatning, vi opplevde nok bevegelsene i valutamarkedet var mer utfordrende enn innløsningsene

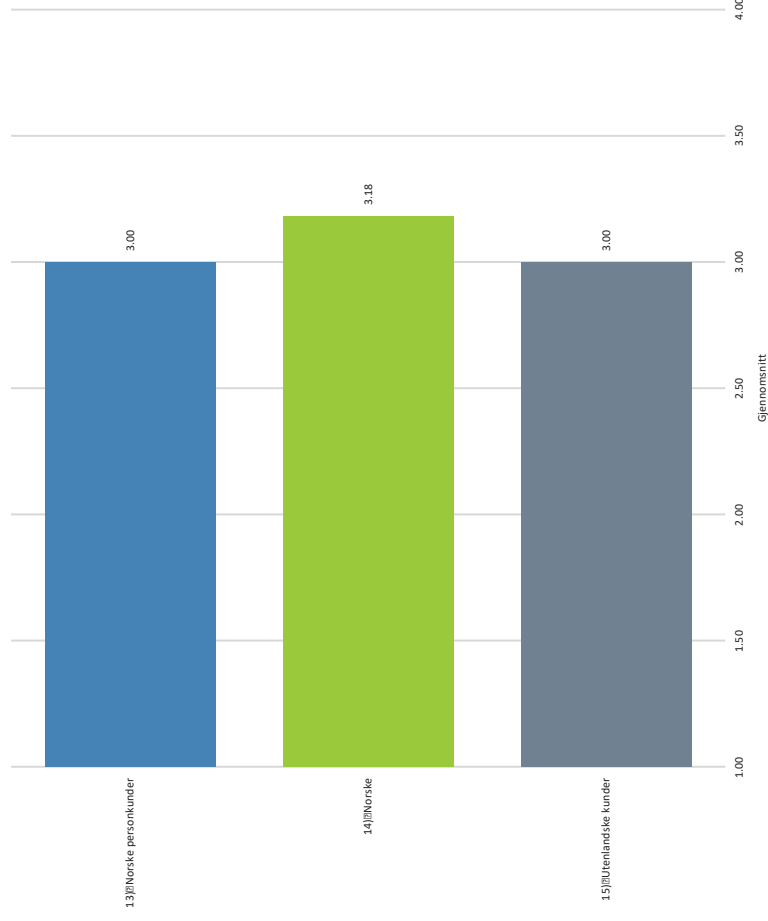
Her forklares det meste med hvilke fondsgrupper det enkelte forvaltningsselskap er store på. Har du høy andel HY og Norske aksjer vil det naturlig tas ut mye penger, iom at det var disse to fondsgruppen som opplevde størst kursfall.

Har du pm fond, oblig fond og til dels globale aksjefond (som ble holdt oppe av svakerer NOK) var det betydelig mindre bevegelser nedover i kursene og derved mindre panikk og run på disse fondene

Det kan være at noen aktører har hatt et hardere innsalg til kundene, slik at kundene ikke er forberedt på så store svingninger på enkelte produkter, og får "panikk".

C. Kundeadfærd

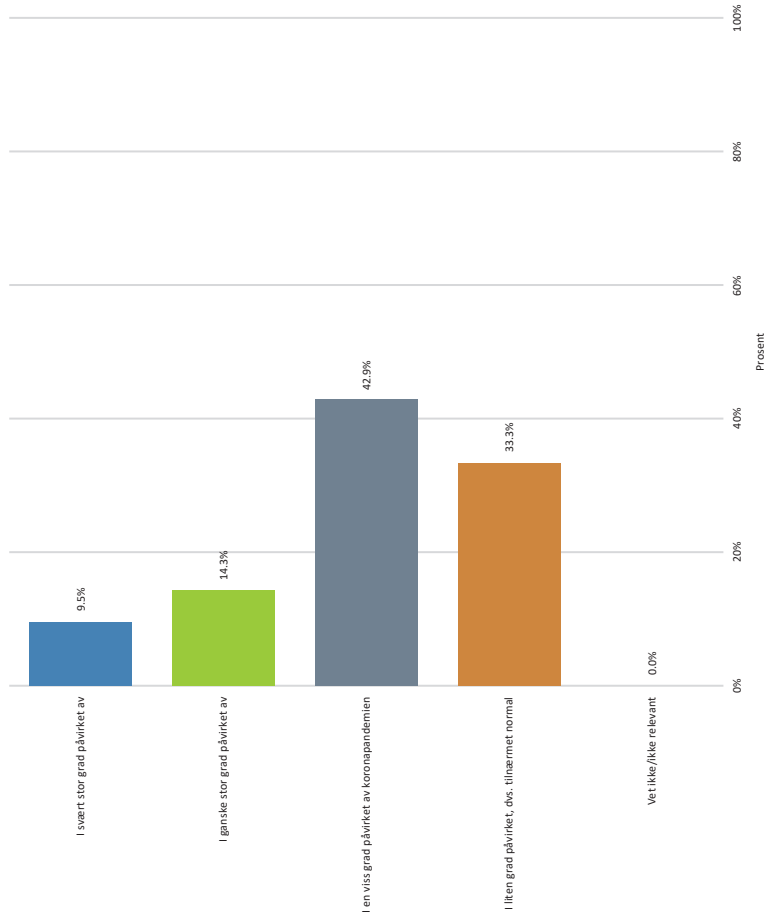
18. Hvordan vil du beskrive adferden til andelseierne under den mest akutte perioden i våres:



Spørsmål

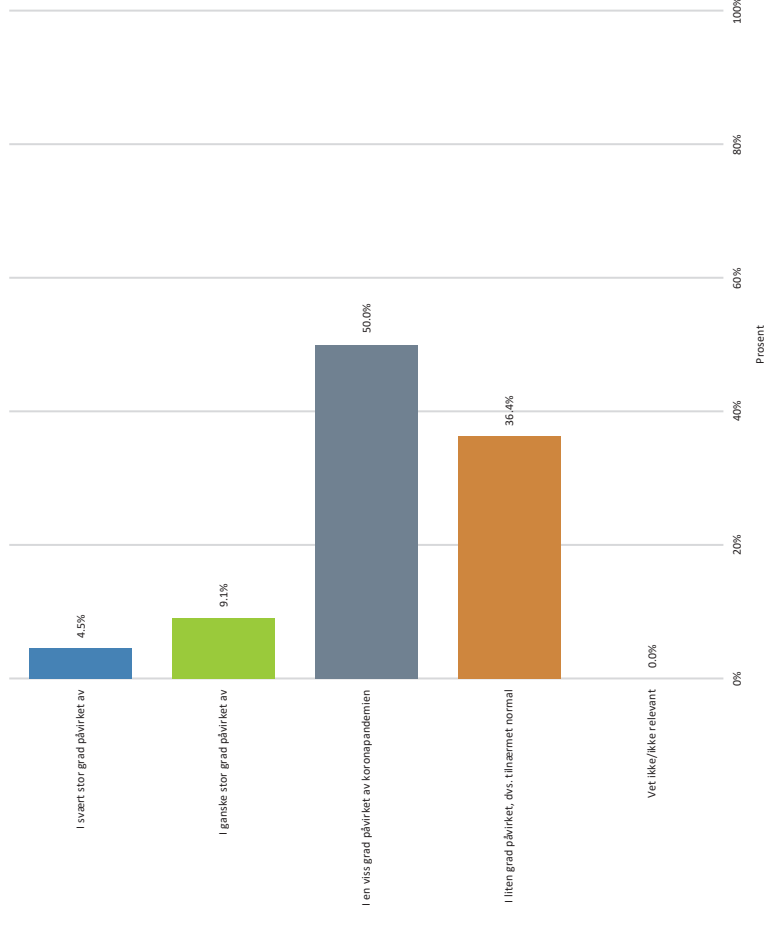
	Gjennomsnitt	N
13) Norske personkunder	3,00	21
14) Norske institusjonskunder	3,18	22
15) Utenlandske kunder	3,00	21

19. 13) Norske personkunder



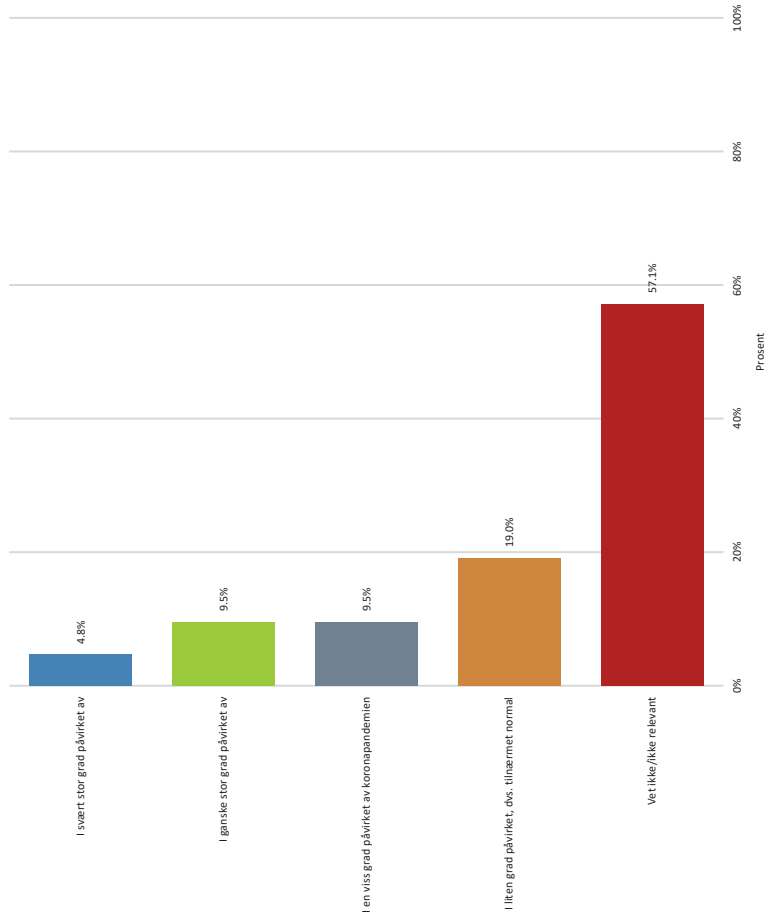
Navn	Prosent
I svært stor grad påvirket av koronapandemien	9.5%
I ganske stor grad påvirket av koronapandemien	14.3%
I en viss grad påvirket av koronapandemien	42.9%
I liten grad påvirket, dvs. tilnærmet normal	33.3%
Vet ikke/ikke relevant	0.0%
N	21

20. 14) Norske institusjonskunder



Navn	Prosent
I svært stor grad påvirket av koronapandemien	4.5%
I ganske stor grad påvirket av koronapandemien	9.1%
I en viss grad påvirket av koronapandemien	50.0%
I liten grad påvirket, dvs. tilnærmet normal	36.4%
Vet ikke/ikke relevant	0.0%
N	22

21. 15) Utenlandske kunder



Navn	Prosent
I svært stor grad påvirket av koronapandemien	4,8%
I ganske stor grad påvirket av koronapandemien	9,5%
I en viss grad påvirket av koronapandemien	9,5%
I liten grad påvirket, dvs. tilnærmet normal	19,0%
Vet ikke/ikke relevant	57,1%
N	21

22. Hva vil du si var hovedårsaken til at enkelte kunder/kunde grupper endret sin adferd under den mest akutte perioden i våres:

Norske personkunder:	Norske institusjonskunder:	Utenlandske kunder:
Sterk kursnedgang, media dekning	Likviditetsbehov, kursnedgang	Sterk kursnedgang
De kraftige fallene i globale aksjer samt mediadekkingen rundt situasjonen	Behov for likviditet	
	De trengte likviditeten	
Enten panikk salg eller opportunistisk kjøp	Se svaret på fondsgrupper ovenfor	En dollarbasert kunde i et norsk aksjefond kjente det jo godt og man selger marginalmarkeder først
Ønsket å kjøpe aksjer på fallende kurser	trengte/ønsket å sikre seg likviditet	satt stort sett i ro
	Rebalansering	
	Større informasjonsbehov	NA

23. Norske personkunder:

Sterk kursnedgang, media dekning

De kraftige fallene i globale aksjer samt mediadekningen rundt situasjonen

Enten panikk salg eller opportunistisk kjøp

Ønsket å kjøpe aksjer på fallende kurser

Større informasjonsbehov

24. Norske institusjonskunder:

Likviditetsbehov, kursnedgang

Behov for likviditet

De trengte likviditeten

Se svaret på fondsgrupper ovenfor

trengte/ønsket å sikre seg likviditet

Rebalansering

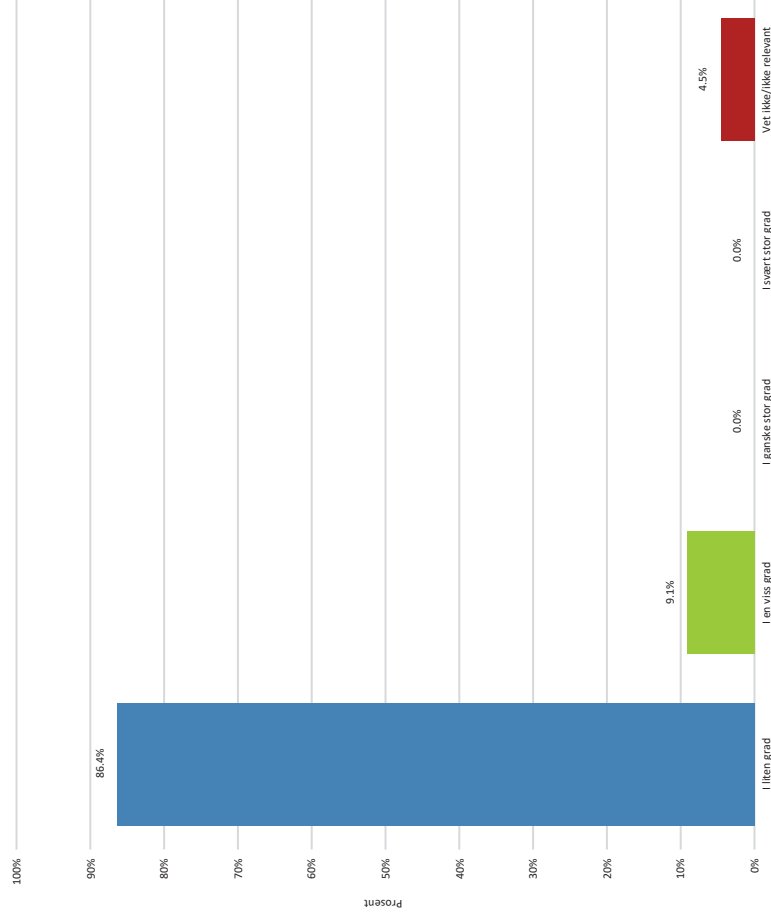
Større informasjonsbehov

25. Utenlandske kunder:

- Sterk kursnedgang
- En dollarbasert kunde i et norsk aksjefond kjente det jo godt og man selger marginalmarkeder først satt stort sett i ro
- NA

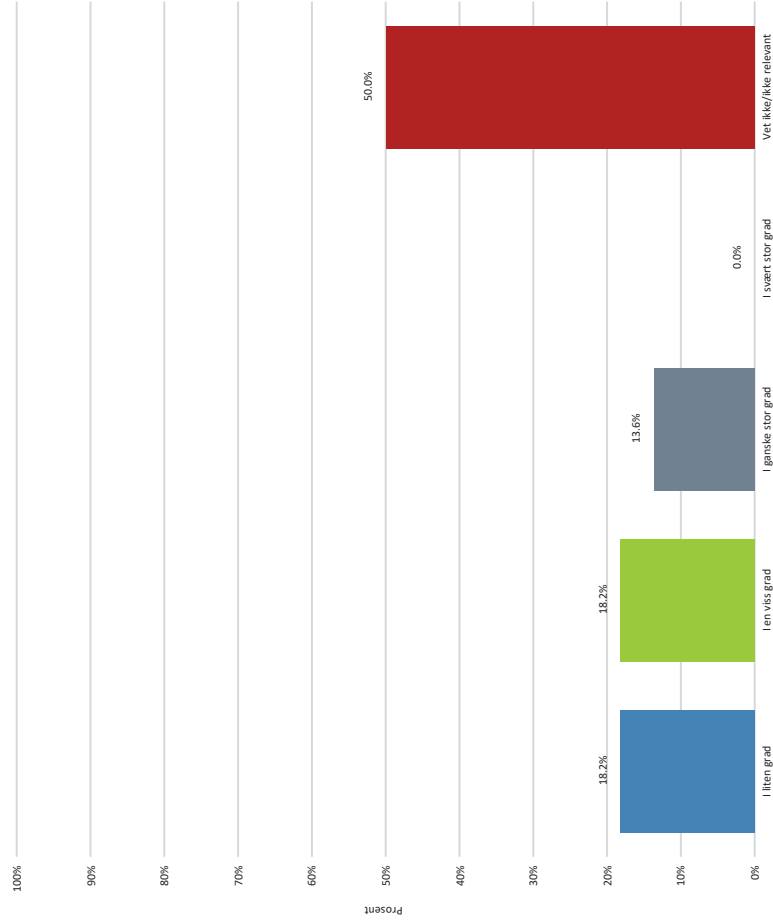
D. Omdømme

26. I hvilken grad tror du koronapandemien har svekket verdipapirfondbransjen omdømme?



Navn	Prosent
I liten grad	86,4%
I en viss grad	9,1%
I ganske stor grad	0,0%
I svært stor grad	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	4,5%
N	22

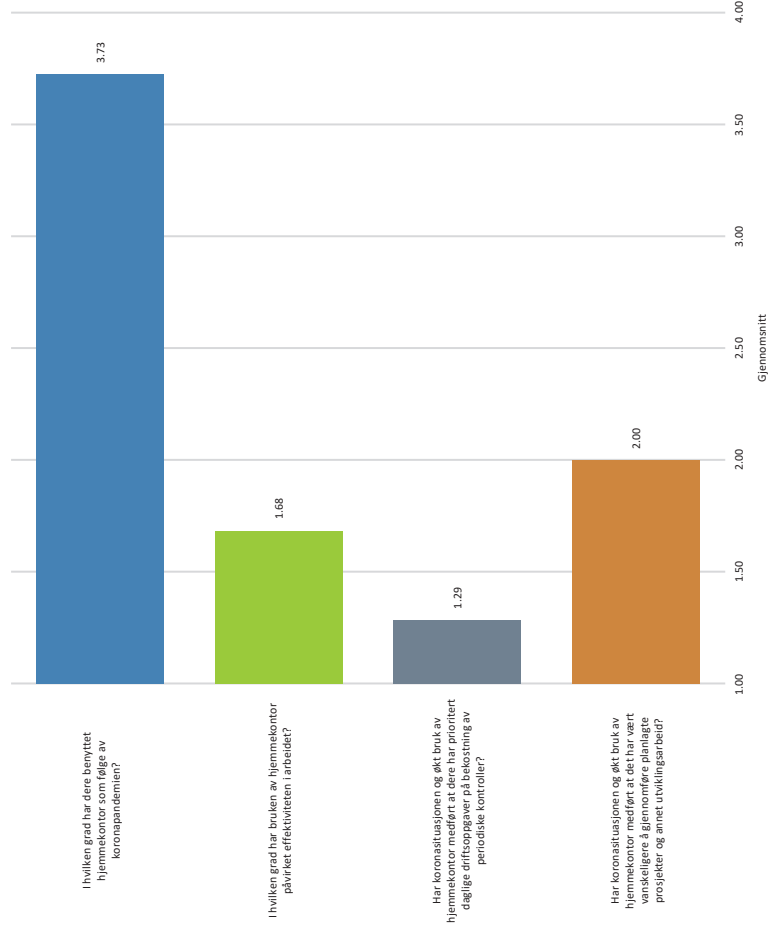
27. Tror du at omdømmet til den norske bransjen ble mindre svekket enn i Sverige og Danmark?



Navn	Prosent
I liten grad	18,2%
I en viss grad	18,2%
I ganske stor grad	13,6%
I svært stor grad	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	50,0%
N	22

E. Praktisk håndtering/arbeidshverdag

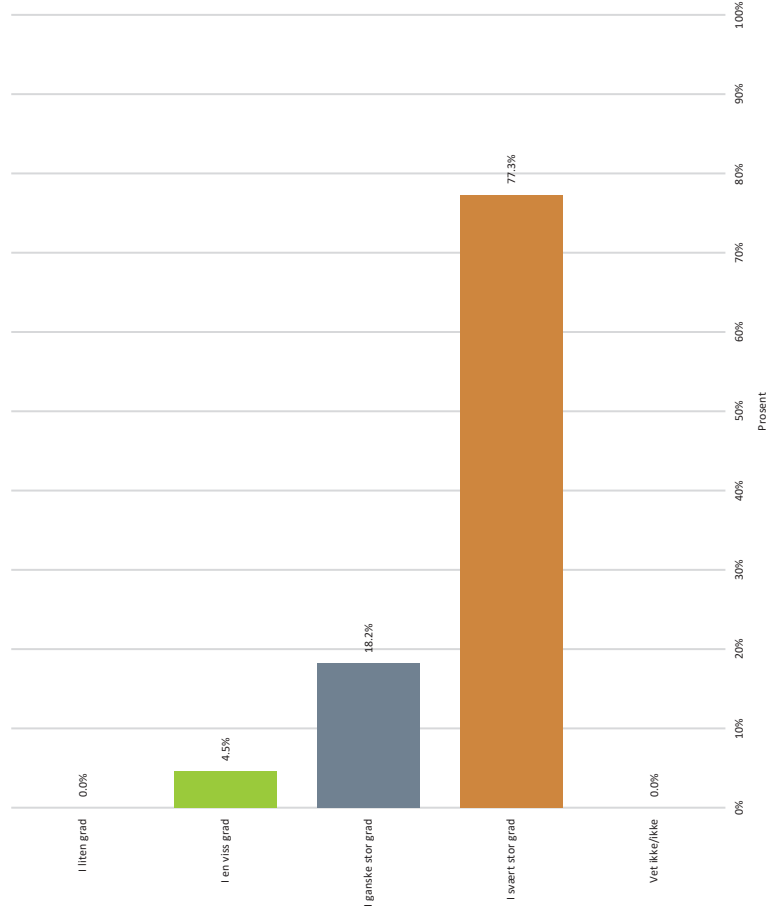
28. .



Spørsmål

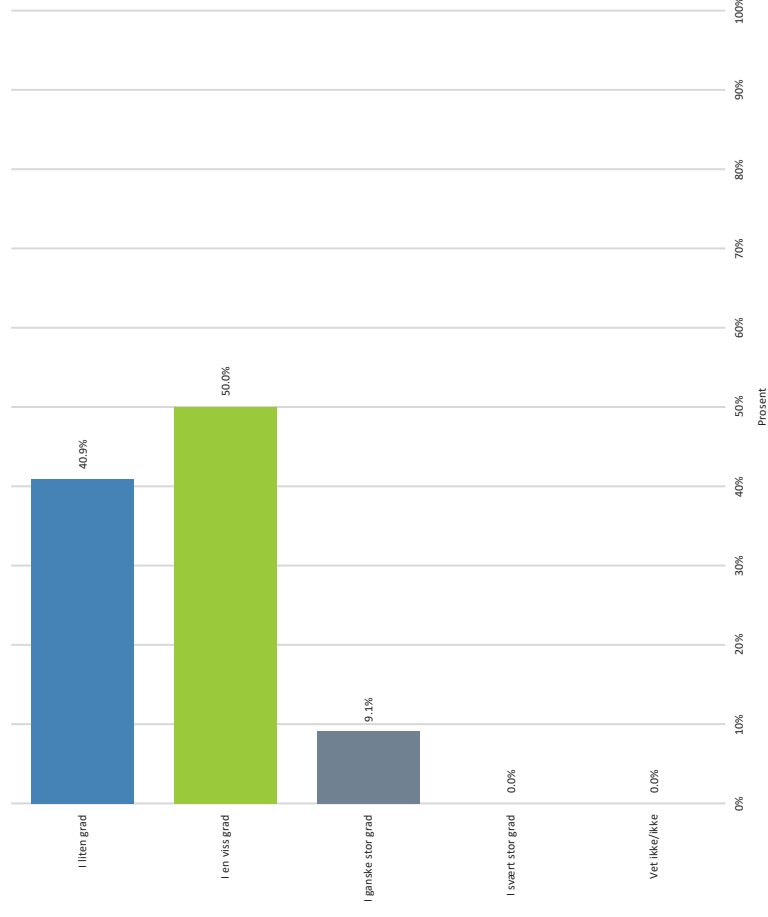
Spørsmål	Gjennomsnitt	N
I hvilken grad har dere benyttet hjemmekontor som følge av koronapandemien?	3,73	22
I hvilken grad har bruken av hjemmekontor påvirket effektiviteten i arbeidet?	1,68	22
Har koronasituasjonen og økt bruk av hjemmekontor medført at dere har prioritert daglige driftsoppgaver på bekostning av periodiske kontroller?	1,29	22
Har koronasituasjonen og økt bruk av hjemmekontor medført at det har vært vanskeligere å gjennomføre planlagte prosjekter og annet utviklingsarbeid?	2,00	22

29. I hvilken grad har dere benyttet hjemmekontor som følge av koronapandemien?

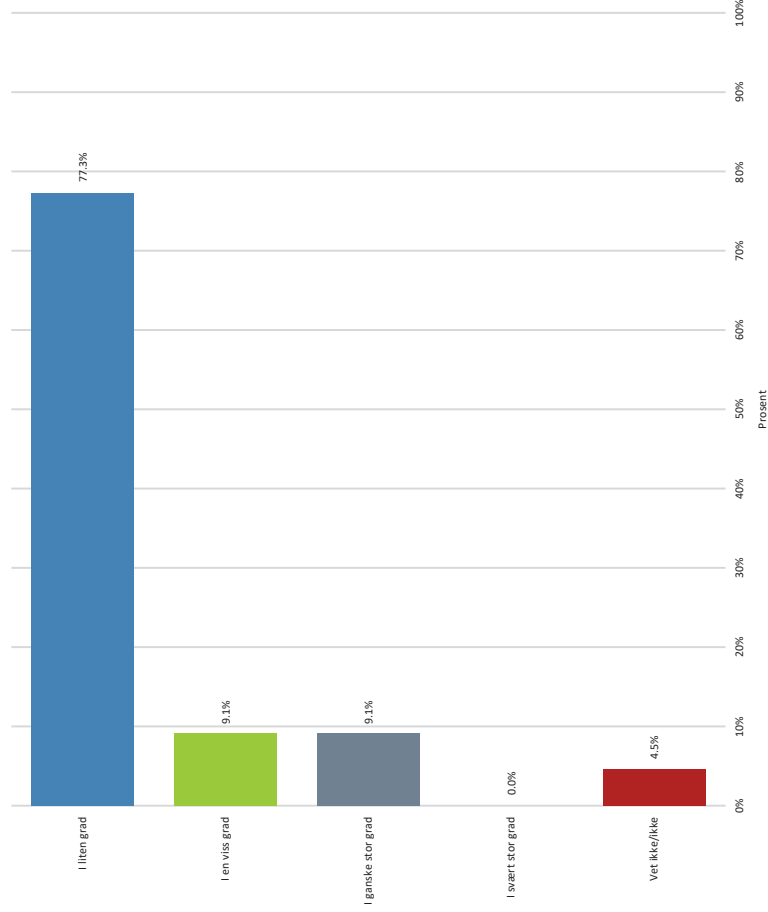


Navn	Prosent
I liten grad	0,0%
I en viss grad	4,5%
I ganske stor grad	18,2%
I svært stor grad	77,3%
Vet ikke/ikke relevant	0,0%
N	22

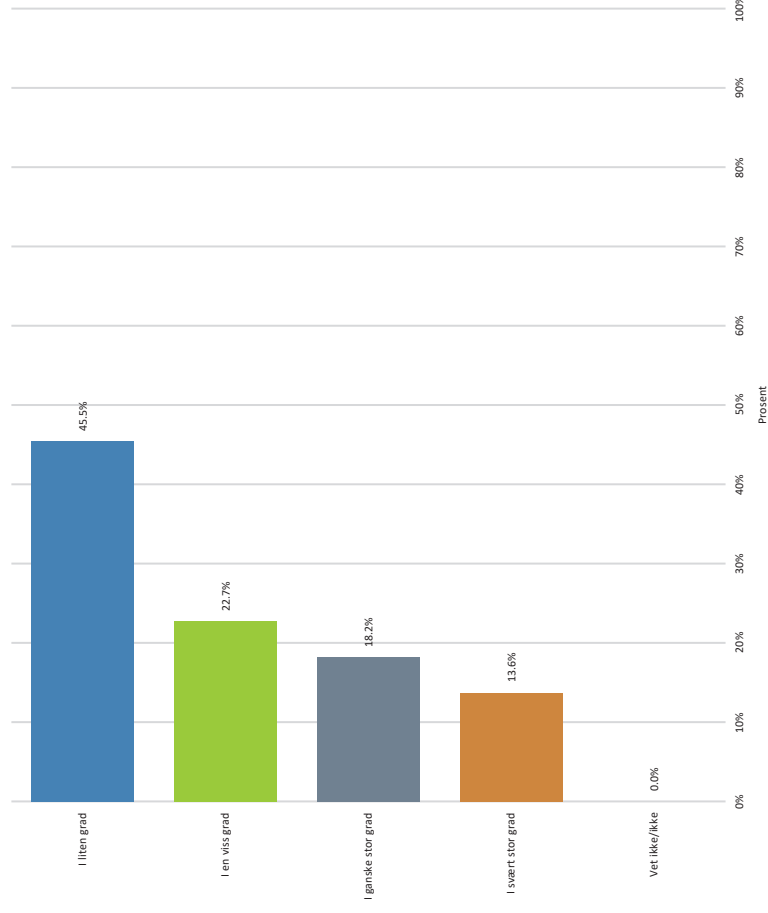
30. I hvilken grad har bruken av hjemmekontor påvirket effektiviteten i arbeidet?



Navn	Prosent
I liten grad	40,9%
I en viss grad	50,0%
I ganske stor grad	9,1%
I svært stor grad	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	0,0%
N	22

31. Har koronasituasjonen og økt bruk av hjemmekontor medført at dere har prioritert daglige driftsoppgaver på bekostning av periodiske kontroller?

Navn	Prosent
I liten grad	77,3%
I en viss grad	9,1%
I ganske stor grad	9,1%
I svært stor grad	0,0%
Vet ikke/ikke relevant	4,5%
N	22

32. Har koronasituasjonen og økt bruk av hjemmekontor medført at det har vært vanskeligere å gjennomføre planlagte prosjekter og annet utviklingsarbeid?

Navn	Prosent
I liten grad	45,5%
I en viss grad	22,7%
I ganske stor grad	18,2%
I svært stor grad	13,6%
Vet ikke/ikke relevant	0,0%
N	22

33. Er det andre forhold knyttet til kundeadferd, omdømme og/eller endret arbeidshverdag som etter din mening er viktig i denne sammenheng og bør belyses?

Kundene har utvist stor fleksibilitet i denne perioden og vært åpne for alternative måter å treffes på. Dette bør være mulig å bygge videre på for å nå kundene på flere flater.

Bransjen bør i slike situasjoner som dette være mer synlig. Mange privatpersoner bunnfisket i enkeltaksjer - mange av de hører hjemme i fond

Gode systemer, rutiner, flinke og ansvarlige ansatte har vært en stor verdi!

Har vært både positive og negative sider.

34. I hvilken grad bidro etableringen av Statens Obligasjonsfond (SOF) til at rentemarkedet fungerte?

Veldig viktig

Det bidro til bedre likviditet, men burde kommet raskere.

Det hjalp i noen grad, men traff en smal del av markedet.

De kom for sent på banen

I betydelig grad

Vårt inntrykk er at annonseringen i seg selv var et svært godt virkemiddel

I stor grad - gjennom signaleffekten. Det samme kan sies om FED i USA.

Rent praktisk har man vel ikke nettkjøpt parer i det hele tatt - slik som i 2008

Vanskelig å si, men tror det sammen med andre tiltak i Norge og globalt bidro til en normalisering.

Kom for sent, men vissheten om at den skulle komme bidro i en viss grad

Det kom for sent til å kunne avhjelpe den akutte krisen.

Hadde trolig effekt, men virket sammen med andre tiltak og faktorer. Vanskelig å vurdere isolert effekt av SOF. Selv om etableringen gikk hurtig, bidro ikke SOF med likviditet de aller verste dagene.

Kunngjøringen av etableringen medførte at markedet for industriobligasjoner åpnet igjen og at handelen normaliserte seg raskere.

Krisen i rentemarkedet utviklet seg svært hurtig og det var en hurtig recovery. Innen SOF's mandater var klare var krisen nesten overstått.

Vissheten om at mandatet kom hadde antagelig større effekt som bidragsyter til den raske gjeninnhenting enn utøvelsen av mandatet. Vi er også av den oppfatning at signalene og handlingene fra ECB og spesielt FED hadde vesentlig større betydning for innhenting enn SOF. Mandatet har i tillegg vært benyttet i nok så liten grad (3,7 mrd av totalt 50 mrd). Vi mener at denne type mandater må ligge klare til benyttelse og ikke behøve stortingsbehandling før de kan anvendes. Tid er av vesentlig betydning i slike kriser, og var spesielt viktig i denne krisen.

Allt for liten grad. Det kom for sent. Hadde vær et godt bidrag om det hadde kommet 2 uker tidligere.

Til en viss grad - viktig signaleffekt.

35. Statens Obligasjonsfond kan sies å være et krisetiltak med en kommersiell profil, der SOF operasjonelt sett legges inn under Folketrygdfondet. Er regelverket for SOF hensiktsmessig mht til å stabilisere markedet?

Fungerte bra

Risikko for dobbeltrolle eller uklare roller.

Ja, vi mener det er hensiktsmessig

Ja, det viktigste er at det er på plass raskt

Tror det er greit, men kunne jo også vurdert å utvide mot fond.

SOF burde ha mandat til å kjøpe fondsandeler

Vanskelig å kombinere ett kommersielt mandat med et markedsstabiliserende behov

Ja

Ja

Vi har ingen grunn til å tro at dette ikke er hensiktsmessig. Å ha tilgjengelig kapital til å kjøpe verdipapirer når markedet er i nedadgående retning er også en god forretningsmessig strategi og ikke i konflikt med en kommersiell profil. SOFs midler skal avhjelpe en midlertidig likviditetskrise i markedet som helhet, ikke være et botemiddel mot dårlige investeringer. De dårlige investeringene må forvalterne selv ta ansvar for. At likviditeten tørker fullstendig inn i hele markedet vil avhjelpes ved at SOF investerer i rentepapirer utstredt av selskaper som er levedyktige i det lange bildet. Dette vil både være bærekraftig forvaltning og vil stabilisere markedet.

Regelverket er nok greit nok. Kan det være grunn til å diskutere interessekonflikter innad i Folketrygdfondet?

Ja.

36. Hvor viktig var Norges Banks virkemiddelbruk for å lette den akutte krisen?

Svært viktig

Viktig.

Det var viktig for å få stabilisert den norske kronkursen.

De kom for sent på banen

Svært viktig for å etablere likviditet i rente- og valutamarkedet. Og tiltakene kunne ideelt sett kommet noen dager tidligere

Veldig viktig

Tror dette var vesentlig. Valuta markedet fungerte svært dårlig og Norges Banks aktive rolle og intervensjon var ekstremt viktig.

De stabiliserte NOK for sent. Virkemiddelbruken deretter var bra. FED og ECB var viktige

Norges Bank var for trege til å stabilisere valutamarkedet og reduserer intradag volatiliteten. Dette ga unødvendig mye stress inn i det norske rentemarkedet via behov for sikkerhetsstillelse for valutasikringsposisjoner. Norges Bank syntes å sove på vakt...

Opplevdes som avgjørende der og da. Ikke nødvendigvis bare Norges bank, men summen av de globale tiltakene bidro til en stabilisering av finansmarkedene.

Deres lengre F-lån økte raaskt likviditeten i pengemarkedet, noe som igjen økte likviditeten i industri og HY-markedet

Norges Banks tiltak var viktige i den akutte krisen.

Svært viktig, særlig F-lån for likviditeten i markedet.

Svært viktig. Tilføring av likviditet særdeles viktig. Valutaintervensjoner til en viss grad - som signal.

37. Er det andre tiltak fra myndighetenes side som etter ditt syn bør vurderes for å få et mer velfungerende marked i krisesituasjoner?

Valutasikring er vel et viktig spørsmål her

Fokus må utvides til et 360 grader fokus så de ser hvor de akutte krisene oppstår. Banken fungerte godt, muligens p.g.a. læring fra finanskrisen, men det tok tid før de så andre områder der markedet slet.

Det bør kanskje vurderes en oppmykning av dagens regelverk rundt låneopptak for verdipapirfond, til bruk for å dekke sikkerhetsstillelse av valutaforetninger

Hvor var Finanstilsynet når det stormet som verst i HY markedet.

VFF var på banen, det er bra

Kombinasjon av virkemidler er ekstremt viktig og hurtighet i gjennomføring. Dette var ganske bra. Det er også viktig med god kontakt og forståelse mellom sentrale aktører. Det var også noe som bidro positivt i krisen.

SOF bør være en fast aktør i markedet. Myndighetene/SOF bør kunne andeler direkte i fond.

Rentefond har nå blitt det instrument hvor bedrifter og institusjoner plasserer sin overskudds likviditet. I krise situasjoner vil bedrifter og institusjoner ha behov for å trekke på denne likviditeten. De tidligere tiders run på banker har nå flyttet seg til obligasjons og obligasjonsfonds markedet. Disse situasjonen oppstår nå meget raskere enn før. SOF fungerer for sakte til å kunne avdemppe situasjoner som utvikler seg så fort som vi så. Norges Bank mangler virkemidler for å også å kunne stabilisere det viktige rentemarkedet ved kriser. Stabilisering via å tilføre likviditet via bank systemet virker etter reguleringer av bankenes markedet mulighet ikke i tilstrekkelig grad. Norges bank må kunne på kort varsel intervenere direkte i obligasjons og obligasjonsfonds markedet enten ved å kjøpe obligasjonsfond direkte, eller ved at obligasjonsfond kan gjøre omvendte repoer direkte mot Norges Bank på F-låns vilkår.

Det bør diskuteres hvorvidt det ville vært hensiktsmessig å ha banker/meglerhus med større risikokapasitet for å bidra til risikoavlastning og likviditet.

Nei

Ikke steng ned SOF mellom hver krise. I stedetfor å at de kjøper papirer direkte, er det muligens et bedre alternativ at de hadde tegnet i allerede eksisterene eksterne fond.

En viss fleksibilitet i forhold til tilpassing til relevant regelverk, ex. UCITS, solvency, etc.

38. Er det andre forhold som etter din mening kunne ha hjulpet på krisen?

Mulig at det hadde vært bedre med tydeligere innløsningsfrister (altså utover ordinær cut-off) og sterkere fokus på likviditeten i det enkelte verdipapirfond

Burde ha gitt bankene 12 mnd. F-lån tidligere.

Det er viktig å se tiltak i sammenheng. Kollateral er etablert for å redusere risiko men i denne situasjonen så bidro det til å øke krisen. Utveksling og strukturering av kollateral burde sees på i lys av dette for å gjøre endringer.