

RAPPORT

Verdipapirforetakenes rolle i samfunnsøkonomien

MENON-PUBLIKASJON NR. 4/2012
Oktober 2012

av Leo A. Grünfeld og Heidi Ulstein



MENON
Business Economics

Sammendrag

Verdipapirforetakene spiller en helt sentral rolle for store deler av norsk næringsliv. De henter inn kapital til bedrifter, bistår selskaper i forbindelse med overtakelser av andre bedrifter og større omstruktureringer og de lager grundige analyser av selskaper, bransjer og land som blant annet danner beslutningsgrunnlag for kundenes investeringer. Dette er finansielle problemløsningstjenester. I tillegg tilbyr de sine kunder formidling av verdipapir som egenkapital- og gjeldsinstrumenter, valuta- og råvarederivater.

I denne rapporten beskriver vi hvorfor arbeidet som utføres av verdipapirforetakene er viktig for samfunnet og andre aktører i økonomien. Vi analyserer også om arbeidet som utføres er av høy kvalitet slik at kundene opplever høy merverdi, og om arbeidet er utført til riktig pris i forhold til kvaliteten som tilbys.

Først ser vi på det direkte bidraget til samfunnet, som sysselsetting og verdiskaping. Verdipapirforetakene sysselsatte 4492 personer i 2010. Det utgjorde omtrent 7 prosent av sysselsettingen i finansnæringen. De skapte også verdier for 12 mrd. kroner i 2010 (tilsvarende 10 prosent av verdiskapingen i finansnæringen og faktisk mer enn den totale verdiskapingen i metallindustrien som utgjør en sentral industrigren i norsk næringsliv). Vi finner også at verdiskaping per ansatt i verdipapirforetakene er stigende og høyere enn verdiskapingen i finansnæringen og i Norge generelt.

I 2010 omsatte næringen for 13,9 mrd. kroner. Hele 49 prosent av dette kom fra avanserte og kompetansetunge finansielle problemløsningstjenester som corporate finance-tjenester. Om lag 34 prosent kom fra det vi betegner som finansiell formidling (4,7 mrd.) der aksjemegling og formidling av gjeldsinstrumenter står i sentrum. Resten kom fra andre finansielle tjenester som investeringsrådgivning, kapitalforvaltning og kunderelatert egenhandel. De siste årene har vi sett en kraftig dreining av verdipapirforetakenes inntekter fra formidlingstjenester til problemløsningstjenester og andre tjenester. Bakgrunnen for dette er endringer i reguleringer og en omfattende digitalisering av formidlingstjenestene. Samtidig vokser etterspørselen etter avanserte finansielle tjenester i tilknytning til større finansielle transaksjoner.

Ser vi på det indirekte bidraget til samfunnet, skaper verdipapirforetakene blant annet verdier gjennom å fremskaffe kapital til norske bedrifter, institusjoner og myndigheter som banker og andre kredittgivere ofte ikke er villige til å tilby. I 2010 hentet de for eksempel inn 67 mrd. kroner til næringslivet gjennom egenkapitalemisjoner. Dette er høyt i internasjonal sammenheng, og mye av egenkapitalen hentes inn til viktige næringer for Norge som offshore, kraft, maritim og metallindustrien. I tillegg skaffer verdipapirforetakene betydelige mengder med fremmedkapital via obligasjons- og sertifikatutstedelser. De siste årene har obligasjonsmarkedet vokst fra drøye 10 prosent til nærmere 25 prosent av fremmedkapitalmarkedet. Verdipapirforetakene spiller med andre ord en stadig viktigere rolle i dette markedet.

Verdipapirforetakene leverer også tjenester som legger til rette for at bedrifter kan kjøpe hverandre opp eller slå seg sammen (M&A), noe som ser ut til å ha en positiv effekt på bedriftenes økonomiske aktivitet. De er viktige fasilitatorer i slike markeder der kjøper og selger ikke finner hverandre så lett (gjerne betegnet som søkemarkeder). Dette gjelder også i andrehåndsmarkedet for verdipapir, selv om de nye digitale markedsplassene også forenkler søkeprosessen betydelig for selger og kjøper. Det er svært viktig for samfunnet at andrehåndsmarkedet for verdipapir fungerer godt da det over tid bidrar til at kapital kanaliseres til de bedrifter og de investorer som tar de beste beslutningene. Dette skaper vekst.

Når vi analyserer om verdipapirforetakene utfører oppgavene sine på en god måte, finner vi økt kvalitet på både analyser, formidling og corporate finance tjenester de siste årene. Videre er en av de mest sentrale indikatorene for kvalitet gitt ved norske verdipapirforetaks fremgang i utlandet. For eksempel ble nærmere 50

prosent av alle rigg-prosjekter globalt finansiert gjennom aktører med tilhold i Norge. Den økte kvaliteten har blitt drevet fram av økt internasjonal konkurranse og et strengere regelverk.

Utfører verdipapirforetakene tjenestene til riktig pris? Formidlingstjenester har hatt et dramatisk prisfall de siste årene på grunn av hard utenlandsk konkurranse og teknologisk utvikling som har redusert kostnadene pr transaksjon betydelig. Innen M&A er det også sterk utenlandsk konkurranse, det er utenlandsk rådgiver med i minst 75 prosent av transaksjonene. Prisen på M&A transaksjoner går fra 1 prosent på store transaksjoner til 5 prosent på små transaksjoner. Hard konkurranse fra utlandet, mye arbeid og mange prosjekter som ender uten oppdrag «dead ends» gjør at disse tjenestene oppfattes som riktig priset. Ser vi på prisingen av kapitalinnhenting så ligger fremmedkapital transaksjonene på 0 til 2 prosent og egenkapitaltransaksjonene på 2 til 4 prosent. Høy prising her kan blant annet forklares med plasseringsevne, markedsstandard og mye arbeid med prospekter. Svaret på spørsmålet om arbeidet er utført til en riktig pris i forhold til kvaliteten som tilbys er i hovedsak ja. For formidlingstjenester er svaret ubetinget ja, mens det er noe mer sammensatt for problemløsningstjenestene som leveres av corporate finance og analyseavdelingene.

Denne rapporten er skrevet på oppdrag fra Norges Fondsmeglerforbund. Vi takker Per Broch Mathisen (NFMF), Tom Grøndahl, Harald Magnus Andreassen (Swedbank First Securities) og Jon Gunnar Pedersen (Arctic Securities), for gode diskusjoner underveis i arbeidet. Vi takker også styret i Norges Fondsmeglerforbund for viktige innspill og korreksjoner.

Innhold

1.	Introduksjon	5
2.	Kort om verdipapirforetakene	7
2.1.	Verdipapirforetakene: Hva gjør de?	7
2.2.	Nærmere om ulike aktiviteter i verdipapirforetakene.....	10
2.3.	Verdipapirforetakenes inntekter	12
2.4.	Verdipapirforetakene: Hvem er de?	14
3.	Verdipapirforetakenes direkte verdiskaping	17
3.1.	Sysselsetting i verdipapirforetakene.....	17
3.2.	Verdiskaping i verdipapirforetakene.....	18
4.	Verdipapirforetakenes betydning for næringslivet og resten av økonomien	22
4.1.	Introduksjon.....	22
4.2.	Kapitalinnhenting som kilde til vekst i næringslivet	22
4.2.1.	Styrket konkurranse og bedret flytilbud i det skandinaviske markedet: Emisjon for Norwegian Air Shuttle	24
4.2.2.	Når verdipapirforetak bidrar til bygging av norske industrieventyr: Emisjon for Seadrill	25
4.2.3.	Å legge til rette for vekst i Nord-Norge: Emisjon for Sparebanken Nord-Norge:.....	25
4.2.4.	Å bidra til norske bedrifters internasjonale ekspansjon: Hydros emisjon for eierskap i Vale	26
4.2.5.	Verdipapirforetakene bidrar til internasjonale industrisuksesser: Børsnotering av Yara	27
4.3.	Nærmere om verdiskaping gjennom fremmedkapitalemisjoner	27
4.4.	Verdiskaping gjennom oppkjøp og sammenslåinger (M&A)	29
4.5.	Finansnæringen, økonomisk vekst og søkemarkeder	30
5.	Er det verdipapirforetakene gjør av høy kvalitet?	33
5.1.	Introduksjon.....	33
5.2.	Verdipapirforetakene: Fra formidling til kompetansetung problemløsning.....	33
5.3.	Internasjonal konkurranse som kvalitetsindikator	37
5.4.	Norske tilretteleggeres aktiviteter utenfor Norge	39
5.4.1.	Norsk eksport av kunnskapsintensive finanstjenester: Emisjon for Pacific Drilling	42
5.5.	Kvalitet drevet frem gjennom regulering av bransjen	43
5.6.	Kvalitet på analyser	44
6.	Utfører verdipapirforetakene tjenestene til riktig pris?	45

6.1.	Pris og konkurranse innen formidlingstjenester/megling	45
6.2.	Pris og konkurranse innen M&A-tjenester	48
6.3.	Pris og konkurranse innen kapitalinnhenting	50
7.	Oppsummering.....	51
	Referanseliste	54

1. Introduksjon

Norsk næringsliv er avhengig av en velfungerende finansnæring. Denne næringen fungerer på mange måter som et nav for de andre næringene i økonomien. For at næringslivet skal kunne skape vekst, må det kanaliseres kapital til prosjekter som har høy lønnsomhet og evne til verdiskaping. Dersom bedriftene selv ikke har denne kapitalen tilgjengelig er det nødvendig med ekstern kapitaltilførsel. Bankene tilbyr lånefinansiering, men denne typen finansiering dekker ikke alle former for kapitalbehov i næringslivet. Mange bedrifter har behov for å styrke sin egenkapital for å finansiere sine prosjekter. Andre har behov for fremmedkapital til prosjekter som bankene ikke er villige til å finansiere med ordinære lån, enten fordi risikoen er høy, fordi det ikke kan stilles full sikkerhet eller fordi det er behov for rask innhenting av kapital. I denne delen av kapitalmarkedet spiller verdipapirforetakene en helt sentral rolle, og denne delen av markedet er stort, ikke minst i Norge, hvor store deler av næringslivet er kapitalintensivt.

Men verdipapirforetakenes rolle for norsk økonomi stopper ikke der. Næringslivet utvikler seg kontinuerlig ved at bedrifter skifter eierskap, kjøper opp andre og slår seg sammen med andre bedrifter, eller skiller ut deler av virksomheten i nye selskaper. Dette er kompliserte prosesser som krever tung kompetanse og igjen står verdipapirforetakene i sentrum av aktiviteten. Over den neste 10-års perioden skal nærmere 40 prosent av bedriftene og 25 prosent av verdiskapingen i norsk næringsliv gå gjennom slike endringer. Da er det helt avgjørende at man finner riktig eiere som kan styrke verdiskapingen over tid. Denne søke- og matcheprosessen er verdipapirforetakene spesialister på.

Sist men ikke minst fungerer finansmarkedet – og særlig børsen - som et korrektiv til bedriftenes atferd. Bedrifter som gjør det bra blir premiert gjennom høyere verdsetting av aksjene, mens de som gjør det dårlig opplever fallende kurser. Gjennom sin meglervirksomhet gjør verdipapirforetakene det mulig å synliggjøre denne verdsettingen gjennom handel i annenhåndsmarkedet. Mange tror at børsandel bare dreier seg om kortsiktig spekulasjon, men fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er denne handelen viktig fordi den over tid bidrar til at kapital kanaliseres til de bedrifter og de investorer som tar de beste beslutninger. Det skaper vekst.

Verdipapirforetakene arbeider i en del av finansnæringen som er i sterk endring. Gjennom de siste 15-20 årene har det funnet sted en rivende teknologisk utvikling som har endret markedsplassene for handel med verdipapirer dramatisk. Digitale handelsløsninger har bidratt til at de tradisjonelle formidler- eller megleroppgavene i stor grad har blitt tatt over av datamaskiner. Betydningen av inntekter fra tradisjonell meglervirksomhet er derfor på vei ned. Samtidig har verdipapirforetakene gjennom det siste tiåret opplevd en kraftig økning i etterspørselen etter mer kompetansetunge og spesialiserte tjenester knyttet til innhenting av kapital, eierskifter og til omstrukturering av selskaper. Videre har bransjen opplevd en økt etterspørsel etter tjenester som bistår kundene i å styre sin risikoeksponering i kapitalmarkedene. Vi har med andre ord fått en dreining fra mer formidlingsorienterte tjenestene der også prisene har falt kraftig, til mer kompetansetunge og problemløsningsorienterte tjenester.

Norge fremstår som et attraktivt kapitalmarked for både utenlandske investorer og utenlandske finansielle tjenesteytere. Gjennom de seneste årene har verdipapirforetakene opplevd en kraftig økning i konkurransen fra store utenlandske investeringsbanker med tung kompetanse og store globale nettverk. Dette er ikke minst tydeliggjort gjennom de nordiske bankenes inntreden i Norge. Nordea, Danske bank, Swedbank og SEB har gjennom oppkjøp av norske verdipapirforetak bidratt til å internasjonalisere bransjen for verdipapirforetak. Det har styrket konkurransen men også bidratt til kompetanseutvikling. I dette klimaet har mange av de norske foretakene vist en imponerende evne til å vinne oppdrag og ta store markedsandeler. Mange av dem har også økt sin satsning utenfor Norge, og suksess på internasjonale markeder er den beste indikator for kvalitet.

Bransjen har også opplevd en omfattende endring av lovverket som regulerer aktiviteten. Kompetansekravene og formelle krav til utforming av tjenestene (såkalte compliance-krav) har økt markant i omfang og i dybde. Det

har bidratt til en profesjonalisering av bransjen. Fra bransjen selv fremheves det at norske reguleringsmyndigheter viser høy kompetanse og evne til fleksibilitet, noe som bidrar til at det norske kapitalmarkedet fremstår som attraktivt når ulike finansielle tjenester skal utføres.

I denne rapporten tar vi for oss verdipapirforetakene fra et samfunnsøkonomisk ståsted med fokus på bransjens bidrag til verdiskaping. Vi har valgt å organisere vår fremstilling av bransjens verdiskapingsbidrag på en enklest mulig måte. For det første er vi opptatt av å identifisere bransjens direkte bidrag til verdiskaping i form av bransjens andel av verdiskaping i samfunnet (BNP). Her handler det med andre ord om næringens evne til å avlønne de ansatte, gi eierne utbytte og gi staten skatter.

Men en næring skaper ikke bare verdier gjennom sin direkte verdiskaping. Den skaper også verdier ved å legge til rette for andre aktørers virksomhet. Vi løfter frem en rekke eksempler som illustrerer hvor avhengig norsk næringsliv er av å hente inn kapital på andre måter enn gjennom tradisjonell lånefinansiering i bank. I slike situasjoner må selskapene stole på at verdipapirforetakene klarer å hente inn investorer. Da Norwegian i 2007 gikk til innkjøp av 42 nye fly for å styrke konkurransen og bedre rutenettet på det norske og skandinaviske markedet, var selskapet avhengig av å styrke egenkapitalen for å gjennomføre kjøpet. Transaksjonen var for liten for å fange de store investeringsbankenes interesse men krevde samtidig at de norske tilretteleggerne evnet å fange utenlandske investorers interesse. Emisjonen har i stor grad bidratt til å bedre tilbudet og redusere prisene på flyreiser for befolkningen i de skandinaviske landene. Som en følge av sterk vekst i næringslivet i Nord-Norge, blant annet som følge av økt olje- og gassutvinning, har etterspørselen etter Sparebanken Nord-Norges tjenester økt kraftig. Samtidig stiller ny regulering banken overfor strengere krav til egenkapitaldekning. Sparebanken Nord-Norge får behov for å hente inn frisk egenkapital i et ellers tungt marked, og i 2011 ble det gjennomført emisjoner på til sammen 600 millioner kroner med et betydelig innslag av utenlandske investorer. Eksemplet tydeliggjør den sentrale rolle bransjen spiller for å utvikle næringslivet i hele landet. Det finnes naturligvis en rekke andre relevante eksempler og rapporten trekker frem flere illustrative case.

Vi har valgt å drøfte næringens indirekte verdiskaping ved å stille tre sentrale spørsmål fra et samfunnsøkonomisk perspektiv.

1. Er det arbeidet som utføres av verdipapirforetakene viktig for andre aktører i økonomien?
2. Er arbeidet som utføres av høy kvalitet slik at kundene opplever høy merverdi?
3. Er arbeidet utført til en riktig pris i forhold til kvaliteten som tilbys?

Ved å besvare disse spørsmålene avdekker vi langt på vei den rolle verdipapirforetakene spiller som bidragsyter til samfunnsøkonomisk verdiskaping. Vårt svar på de tre spørsmålene er i hovedsak ja, og med det understøtter denne rapporten at verdipapirforetakene har en viktig rolle å spille for resten av den norske økonomien.

Det er ikke ofte man ser denne typen tilnærming til verdipapirforetakene. Det er eksempelvis mer vanlig å være opptatt av bransjens rolle i konjunktursammenheng. Et sentralt spørsmål da er i hvilken grad foretakene bidrar til å forsterke svingninger i økonomien og eventuelt hva som skal til for at bransjen begrenser slike konjunkturfosterkende effekter. Dette har ikke minst vært relevant i forbindelse med finanskrisen.

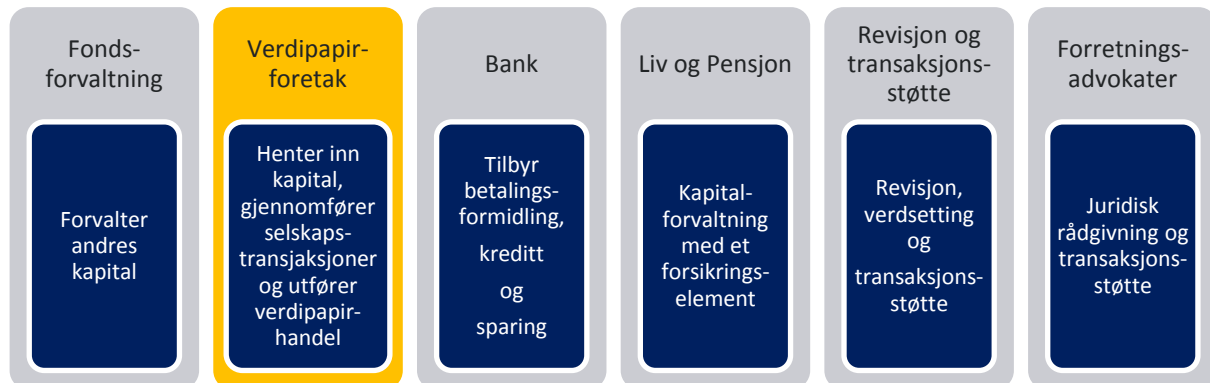
2. Kort om verdipapirforetakene

Verdipapirforetakene spiller en helt sentral rolle for store deler av norsk næringsliv. De henter blant annet inn kapital til bedrifter, bistår selskaper i forbindelse med overtakelse av andre bedrifter og større omstruktureringer og de lager grundige analyser av selskaper, bransjer og land som blant annet danner beslutningsgrunnlag for kundenes investeringer. Dette er finansielle problemløsningstjenester. I tillegg tilbyr de sine kunder finansiell formidling av verdipapir som egenkapital- og gjeldsinstrumenter, valuta- og råvarederivater.

2.1. Verdipapirforetakene: Hva gjør de?

Verdipapirforetakene tilbyr et bredt spekter av tjenester, men før vi dykker ned i hva disse tjenestene handler om er det hensiktsmessig å sette bransjen inn i et større bilde. Ved å se på bransjens plassering i finansnæringen får vi presisert hva bransjen faktisk gjør. Dette er viktig fordi verdipapirforetakene ofte omtales i forbindelse med aktiviteter som bransjen i liten grad utfører.

Figur 1: Verdipapirforetakenes plassering og rolle i finansnæringen.



Figur 1 illustrerer hvordan verdipapirforetakene skiller seg fra andre aktører i finansnæringen. Enkelte aktører i finansnæringen dekker flere oppgaver, men vår inndeling er likevel hensiktsmessig for å illustrere verdipapirforetakenes plassering og rolle. Enkelt fortalt kan man si at verdipapirforetakene henter inn kapital til bedrifter, bistår selskaper i forbindelse med overtakelser og større omstruktureringer, og formidler ulike typer verdipapirer¹. I rapporten om finansnæringens utfordringer fra the Independent Commission on Banking (ICB 2011, også kalt Vickers-rapporten) deles verdipapirforetakenes oppgaver inn i fire hovedområder:

- 1) **Innhenting av kapital:** Rådgivning og garantistillelse for bedrifter og myndigheter i forbindelse med egenkapital- og fremmedkapitalemisjoner. Her inkluderer vi også børsintroduksjoner.
- 2) **Kapitalformidling:** Opptre som megler og være marketmaker² i forbindelse med kunders handel med alle typer finansielle instrumenter (aksjer, valuta, råvarer, derivater og futures)
- 3) **M&A:** Rådgivning i forbindelse med oppkjøp/sammenslåinger og omstruktureringer av bedrifter

¹ I legale termer håndterer verdipapirforetakene finansielle instrumenter. Betegnelsen finansielle instrumenter er videre enn betegnelsen verdipapirer, fordi den også inkluderer kontrakter om kjøp og salg av verdipapirer fremover tid (derivater). Vi har likevel valgt å holde oss til begrepet verdipapirer

² Marketmaking innebærer at verdipapirforetakene kjøper og selger verdipapirer for å få markedet til å fungere godt dersom det oppstår en ubalanse mellom kjøps- og salgsordrer

- 4) **Egenhandel** i alle typer finansielle instrumenter. Denne aktiviteten vier vi mindre oppmerksomhet i denne rapporten og har kun omtalt den i en separat boks

Fondsforvalterne skiller seg fra verdipapirforetakene gjennom å fokusere på forvaltning av andres kapitalformuer der forvaltningen varer over tid. Enkelte fondsforvaltere opererer med samme navn som verdipapirforetakene, for eksempel tilbyr Carnegie begge typer tjenester, men aktivitetene er tydelig adskilt i separate og uavhengige selskaper og de må tilfredsstillende konsesjonskrav knyttet til ulike aktiviteter. Bankene driver primært med betalingsformidling, kreditt og sparing, men mange banker tilbyr også tjenester som verdipapirforetakene utfører, da gjennom sine markets-avdelinger. DnB Markets, Nordea Markets og Sparebank 1 Markets er eksempler på dette. Livselskapene og pensjonskassene har også som hovedoppgave å forvalte andres kapitalformuer, men tidshorizonten er ofte lengre og forvaltningen av midlene har gjerne koblet på et forsikringselement som garanterer en gitt avkastning over tid. Revisorene (og her tenker vi ikke minst på de fire store, PwC, Ernst & Young, KPMG og Deloitte) har som hovedoppgave å revidere og verdivurdere selskaper og prosjekter. I tillegg tilbyr de ulike former for transaksjonsstøtte som i stor grad relaterer seg til aktivitetene til verdipapirforetakene. Advokatene har som oppgave å drive juridisk rådgivning i finansmarkedet for å sikre at transaksjoner blir gjennomført etter gjeldende lovverk og at partenes forretningsmessige rettigheter ivaretas. Som nevnt er inndelingen i figur 1 stilisert. Verdipapirforetakene kan også tilby tjenester som grenser over i de andre gruppene. Hva verdipapirforetakene kan utføre av tjenester er regulert gjennom Lov om verdipapirhandel³ og Finanstilsynet styrer dette gjennom konsesjonstildelingen.

Boks 1: Verdipapirer: Hva er det?

Verdipapirforetakene formidler og utfører transaksjoner med verdipapirer i en rekke verdipapirmarkeder. I denne boksen har vi valgt å trekke frem de fire mest sentrale formene for verdipapirer: egenkapitalinstrumenter, gjeldsinstrumenter, valutaderivater og råvarederivater. Nedenfor går vi gjennom hver av dem.

Egenkapitalinstrumenter

Egenkapitalinstrumenter er en felles betegnelse for verdipapir som gir eierrettigheter i et selskap eller et investeringsprosjekt. Instrumentene er i all hovedsak knyttet til aksjer i selskaper både her i Norge og i utlandet. Handel med egenkapitalinstrumenter dekker både regulære aksjer som handles på organiserte markeder (både regulerte og uregulerte markeder) og ulike typer derivater som baseres på kontrakter mellom kjøper og selger om leveranse av aksjer på et gitt tidspunkt i fremtiden. Oslo Børs er det mest sentrale markedet i Norge for handel med egenkapitalinstrumenter, men gjennom de seneste årene har det vokst frem en rekke alternative markeder som MTFer (Multilateral Trading Facility) av typen Chi-X og BATS, der omsetningen har økt markant. Det er med andre ord en sterk økning i konkurransen mellom ulike markedsplasser og plattformer for handel med egenkapitalinstrumenter. Omfanget av derivathandelen på Oslo børs har økt markant de siste årene fra omtrent 4 millioner kontrakter i 2000 til 13,5 millioner i 2010.

Gjeldsinstrumenter

Banker og kredittforetak tilbyr lån og kreditter til husholdninger, offentlig sektor og næringslivet. I tillegg til slike lån finnes det et omfattende marked for gjeld der de som låner og de som gir lån finner hverandre uten hjelp av banker. Dette markedet kalles obligasjons- og sertifikatmarkedet. Både bedrifter og offentlige aktører

³ Verdipapirhandel loven i Lovdata <http://www.lovdata.no/all/hl-20070629-075.html>

benytter dette markedet aktivt til å hente inn kapital for å finansiere ulike typer prosjekter. Sertifikater er lån som har en kort løpetid (inntil 12 måneder) og obligasjoner har lengre løpetid. Denne typen lån omsettes fritt i markedet og handles blant annet på Oslo Børs. Enkelte typer lån i dette markedet har svært lav risiko (for eksempel norske statsobligasjoner) mens andre har høy risiko (eksempelvis obligasjoner utstedt av mindre bedrifter med lav grad av sikkerhet). Den samlede verdien av alle obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs nådde 850 mrd. kroner i 2010. Verdien av statsobligasjoner utgjør brorparten av den samlede verdien.

Valutaderivater

Valutamarkedet er stort. I følge Norges Bank ble det i løpet av året 2009 handlet med valuta til en verdi av mer enn 11 000 milliarder kroner gjennom nærmere 1,7 millioner handler (her ser vi kun på handel der norske kroner kjøpes eller selges). Dette tilsvarer 5 ganger verdiskapingen i Norge, målt i form av BNP. Tilsvarende har man anslått at det handles globalt med valuta for omtrent 7 000 billioner kroner i året (Bank of International Settlements).

Råvarederivater

Det kan handles i kontrakter på hvete, soyabønner, aluminium, kakao, bomull, tømmer, gull, kopper, råolje, naturgass og en rekke andre råvarer på samme måte som andre finansielle instrumenter. Prising av råvarederivater foregår ofte innenfor et auksjonsbasert system. Prisinformasjon er lett tilgjengelig. Chicago Board of Trade, London Commodity Exchange og London Metal Exchange er eksempler på regulerte markedsplasser for råvarer. Oslo Børs åpner ikke for notering av råvarer direkte, men i 2009 åpnet de for notering av ETPer (Exchange Traded Funds og Exchange Traded Notes). Dette er verdipapir som for eksempel har råvarer som underliggende verdi.

De fleste verdipapirforetakene tilbyr handel med både egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter. Når det gjelder handel i råvaremarkedet og valutamarkedet er det hovedsakelig verdipapirforetak som er del av bank som tilbyr disse tjenestene. Dette gjelder for eksempel DnB Markets, Nordea Markets og Sparebank 1 Markets.

Det er viktig å merke seg at verdipapirforetakene primært retter seg mot organiserte markeder i form av børser og regulerte handelsplasser. Ved siden av slike markeder finnes det en omfattende handel med verdipapirer som ikke er notert i et marked. Eksempelvis representerer Oslo Børs noe over 200 selskaper, men i Norge finnes det drøye 100.000 aksjeselskaper med aktivitet. De børsnoterte selskapene er riktignok store, men står kun for omtrent 25 prosent av verdiskapingen i næringslivet. På samme måte finnes det et relativt stort uregulert marked for obligasjoner som verdipapirforetakene i mindre grad er involvert i, men som sikres omsettelighet gjennom VPS-registrering.

I tillegg til handel med de underliggende verdipapirer som aksjer, obligasjoner, valuta og råvarer, tilbyr også verdipapirforetakene handel i mer avanserte finansielle instrumenter som futures, forwards og opsjoner. Disse instrumentene er kontrakter som normalt handles på en børs eller et organisert marked. Kontrakten består av å kjøpe eller selge for eksempel aksjer, valuta eller olje til en bestemt pris på et bestemt fremtidig tidspunkt. Ofte ønsker ikke investoren å få for eksempel råvaren levert og gjør en motsatt handel før forfall. Dersom man kjøper en opsjon inngår man en kontrakt om en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et verdipapir til en bestemt pris på (eller innen) et bestemt fremtidig tidspunkt.

Verdipapirforetakene hjelper også til med å reise kapital til bedrifter, og i 2010 ble det hentet inn 67 mrd. kroner til det norske næringslivet gjennom egenkapitalemisjoner. Verdipapirforetakene leverer også tjenester som legger til rette for at bedrifter kan kjøpe hverandre opp eller slå seg sammen (M&A). I slike prosesser

benytter bedriftene ofte hver sin rådgiver (verdipapirforetak) som bistår selskapet blant annet med verddivurdering, forhandlinger, transaksjonsstruktur, presentasjoner for aksjonærene, utarbeidelse av prospekter og gjennomføring av transaksjonen.

2.2. Nærmere om ulike aktiviteter i verdipapirforetakene

I lys av de utviklingstrender som har preget bransjen de seneste årene er det formålstjenlig å dele verdipapirforetakenes aktiviteter inn i to hovedgrupper, **finansielle formidlingstjenester** og **finansielle problemløsningstjenester**. Disse to kategoriene av tjenester i økonomien krever ulik kompetanse og har utviklet seg i ulike retninger. Vi velger å skille mellom formidlingstjenester og problemløsningstjenester fordi de fra et samfunnsøkonomisk perspektiv skaper verdier for samfunnet på ulike måter, ikke bare innenfor finanssektoren.

Kapitalinnhenting, oppkjøp og sammenslåinger utgjør en stadig viktigere del av arbeidet i verdipapirforetakene. Denne typen aktivitet går ofte under betegnelsene *corporate finance* eller *tilretteleggingstjenester* og er typiske problemløsningstjenester. Slike tjenesteytere skaper verdier ved å løse kunders spesifikke og gjerne komplekse problemer. Det innebærer at leveransen fra en problemløser ofte vil være unik. Her finner vi juridiske tjenester, finansielle rådgivingstjenester, spesialiserte helsetjenester, ingeniører, arkitekter, business konsulenter og forskere. Tjenestene er svært kunnskapsintensive, kan i liten grad standardiseres og er derfor i liten grad skalerbare. I en kunnskapsøkonomi vil veksten i verdiskaping i stor grad komme innen problemløsningstjenester (se rapporten Innovasjon i tjenester, Menon 2010a for en innføring i kjennetegn ved problemløsningstjenester).

Formidlingstjenestene dekker verdipapirmegling og ulike former for trading og marketmaking. Disse tjenestene er i økende grad preget av teknologisk utvikling, digitalisering og kostnadseffektivisering. Eksempler på slike tjenester er handel med aksjer, obligasjoner, renter og andre finansielle instrumenter. Slike tjenester er det lettere å standardisere og de er høyst skalerbare. Som en følge av dette har slike tjenester opplevd en rask produktivetsforbedring de seneste tiår. I denne gruppen finner vi telekommunikasjon, en rekke bank og forsikringstjenester, internett og sosiale nettverk.

I samspill med både formidlingsaktiviteten og corporate finance utføres det et omfattende analysearbeid i verdipapirforetakene knyttet til selskapers, sektorers og lands struktur og utviklingstrekk. En betydelig andel av de ansatte i verdipapirforetakene bruker tiden sin på selskapsanalyser, sektorstrategier, makroanalyser og analyser av valuta og råvarer. Også dette er typiske problemløsningstjenester. Et felles trekk for alle disse finansielle problemløsningstjenester er at de stiller høye og spesialiserte kompetansekrav.

I figur 2 deler vi verdipapirforetakenes aktiviteter inn i formidlingstjenester og problemløsningstjenester.

Figur 2: De mest sentrale oppgavene i verdipapirforetakene. Kilde: Menon

Formidlingstjenester	Problemløsningstjenester
Megling i egenkapitalmarkedet	Oppkjøp, sammenslåinger og omstrukturering av selskaper
Market making og megling av rentebærende papirer (obligasjoner og sertifikater)	Børsintroduksjoner
Handel med valuta, råvarer og andre finansielle instrumenter	Kapitalinnhenting gjennom emisjoner og obligasjonsutstedelse

I høyre kolonne finner vi de tjenestene som man gjerne kaller “corporate finance”. Det er viktig å være oppmerksom på at det for et verdipapirforetak ofte er helt avgjørende at man kan tilby effektive formidlingstjenester for at corporate finance-tjenestene skal kunne skape verdi. Eksempelvis vil det være vanskelig å hente inn kapital gjennom en emisjon dersom man ikke har et meglerbord som effektivt kan identifisere og kontakte aktuelle kjøpere av aksjer eller obligasjoner. For de som trenger ny kapital er det derfor et viktig kriterium at verdipapirforetaket kan dokumentere en sterk evne til å plassere de nye verdipapirene i markedet. Denne evnen betegnes gjerne som “plasseringsevne” eller “placing power” og utgjør et av de mest sentrale konkurransefortrinnene til de mest konkurransedyktige foretakene. Man kommer ikke utenom at de store verdipapirforetakene ofte har en sterkere plasseringsevne enn de mindre, som gjerne må spesialisere seg på utvalgte markedsaktører. Bankene kan utnytte sin store kundebase og sin egen kapitalbalanse som grunnlag for plasseringsevnen. De store internasjonale investeringsbankene har også et fortrinn i sin størrelse og sitt omfattende globale kundenettverk. Jo større transaksjonene er, jo større er behovet for plasseringsevne. De virkelig store transaksjonene blir derfor ofte gjennomført ved samarbeid mellom flere verdipapirforetak.

2.3. Verdipapirforetakenes inntekter

Finanstilsynet kartlegger verdipapirforetakenes inntekter hvert kvartal der inntektene deles inn etter ulike aktiviteter. I tabellen under presenterer vi disse tallene for utvalgte år gjennom en lengre periode, der vi både får frem inntekter knyttet til de typer aktiviteter vi har beskrevet ovenfor og de svingninger foretakene opplever gjennom konjunkturforløpet.

Tabell 1: Verdipapirforetakenes inntekter fordelt på aktiviteter i 2010. Kilde: Finanstilsynet

	2010	Andel av totale inntekter
Aksjehandel i annenhåndsmarkedet	1.5	11 %
Handel med gjeldsinstrumenter	0.3	2 %
Market making (netto)	1.3	10 %
Valuta råvarer, derivater mv.	1.6	12 %
Emisjons- og rådgivningsvirksomhet	3.2	23 %
Annen investeringsrådgiving	3.5	25 %
Kapitalforvaltning	1.6	12 %
Andre driftsinntekter	0.8	6 %
Totalt	13.9	100 %

De fire øverste inntektskomponentene knytter seg i hovedsak til det vi betegner som formidlingstjenester. I 2010 utgjorde denne aktiviteten om lag 4,7 mrd. kroner. Aktiviteter knyttet til emisjons- og rådgivningsvirksomhet (regulær corporate finance-aktivitet) skapte inntekter for 3,2 mrd. kroner. Annen investeringsrådgiving har gradvis blitt en viktigere oppgave for verdipapirforetakene og omfatter aktiv rådgiving i tilknytning til forvaltning av større formuer (såkalt private banking) og lignende tjenester. Slike tjenester ble konsesjonspliktige i 2007, og sammen med andre investeringsrelaterte tjenester som primært finner sted i de bank-tilknyttede foretakene utgjorde aktiviteten så mye som 25 prosent av inntektene i verdipapirforetakene. Det er viktig å merke seg at grensene mellom hva som rapporteres inn under emisjons- og rådgivningsvirksomhet og hva som rapporteres inn under annen investeringsrådgiving er ikke helt tydelige, og til en viss grad kan disse aktivitetene være overlappende og utfyllende.

Verdipapirforetakenes inntekter varierer betydelig fra år til år. Fra 2003 til 2007 økte inntektene fra ca. 7 mrd. til 19 mrd., noe som utgjør en økning på 170 prosent. Veksten kom i stor grad innen emisjons og rådgivningsvirksomhet. Fra 2007 til 2010 falt inntektene kraftig som følge av finanskrisen og redusert aktivitet i finansmarkedene.

Tallene fra Finanstilsynet viser videre at det har funnet sted en omfattende strukturell endring i sammensetning av inntekter i verdipapirforetakene gjennom de siste årene. I figuren under ser vi nærmere på andel av inntekter fra de ulike aktivitetene. I 1997 sto handel med aksjer i annenhåndsmarkedet for nærmere 40 prosent av alle inntektene. I 2010 hadde denne andelen falt til 11 prosent. Inntekter fra rådgiving knyttet til de to områdene emisjoner og investeringsrådgiving har samtidig økt sin andel fra 34 prosent til nærmere 50 prosent. I toppårene 2006 og 2007 sto disse aktivitetene for en enda høyere andel, men det var i stor grad drevet av den kraftige konjunkturoppgangen som normalt gir høy aktivitet innenfor corporate finance-området.

Tabell 2: Verdipapirforetakenes inntekter fordelt på aktiviteter over tid. Kilde: Finanstilsynet

	1997	2000	2003	2007	2010
Aksjehandel i annenhåndsmarkedet	39 %	27 %	17 %	16 %	11 %
Handel med gjeldsinstrumenter	2 %	1 %	3 %	1 %	2 %
Market making (netto)	4 %	1 %	15 %	-5 %	10 %
Valuta råvarer, derivater mv.	17 %	12 %	9 %	12 %	12 %
Emisjons- og rådgivningsvirksomhet	30 %	27 %	18 %	38 %	23 %
Annen investeringsrådgiving	4 %	19 %	19 %	27 %	25 %
Kapitalforvaltning	3 %	10 %	14 %	7 %	12 %
Andre driftsinntekter	1 %	2 %	5 %	5 %	6 %
Totale inntekter i Mrd NOK	4.5	8.3	6.9	19.0	13.9

Denne dreiningen i inntekter mellom ulike aktiviteter er et helt sentralt utviklingstrekk i verdipapirforetakene. Endringene illustrerer hvordan tjenestene gradvis har utviklet seg fra formidlingstjenester til mer kompetansetunge problemløsningstjenester der corporate finance og avansert investeringsrådgiving spiller en stadig viktigere rolle for verdipapirforetakenes inntekter.

Boks 2: Egenhandel, hva er det egentlig?

Verdipapirforetakenes egenhandel er et omdiskutert tema. Denne typen investeringsaktivitet kalles "Proprietary trading" på engelsk og på norsk går det gjerne under betegnelsen "handel med eget lager eller egen bok (HME)". Under finanskrisen kom det tydelig frem at enkelte store internasjonale investeringsbanker plasserte mye av sin egenkapital i ulike verdipapirmarkeder for å hente ut gevinster. I tillegg hadde de lånt store beløp som de investerte for. Da verdifallene kom ble investeringsbankenes tap svært høye og de med størst belåning gikk enten overende (f.eks. Lehman Brothers) eller måtte ha omfattende hjelp. Egenhandel med tung gjeldseksponering ble på mange måter dødsstøtet til de store internasjonale frittstående investeringsbankene. Denne type egenhandel vil også fort kunne skape interessekonflikt mellom verdipapirforetaket og dets kunder. Man har derfor fått mye negativ oppmerksomhet rundt egenhandelen, og det er nå få verdipapirforetak i Norge som driver med dette. I den grad det oppgis egenhandel er det stort sett i verdipapirforetakene som er en del av banker, og da dreier det seg gjerne om egenhandel i valuta- og rentemarkedet. Det er viktig å være oppmerksom på at verdipapirforetakene er nødt til å drive noe egenhandel for å kunne betjene kundenes behov. Man må med andre ord stille egne ressurser tilgjengelig i en kort periode for skape nødvendig likviditet i markedet, for eksempel for å drive med marketmaking. *Marketmaking finner sted når et verdipapirforetak, etter avtale med en utsteder eller en markeds plass eller på annen måte, for en nærmere avgrenset tidsperiode, forplikter seg til å stille forpliktende kjøps- og salgskurser for et minstebeløp eller minste antall av aktuelt instrumentet pr transaksjon.*

For at markedet skal kunne fungere er det helt nødvendig at noen tar på seg ansvaret for marketmaking. Denne typen handel har også fått en viktigere rolle i lys av at derivathandelen med aksjer og obligasjoner og futures-handelen med valuta har fått en større plass i markedet. For at det effektivt skal kunne stilles priser på derivatkontrakter som omhandler kjøp og salg av aksjer og obligasjoner fremover i tid, er det også påkrevd at verdipapirforetakene utfører handel med egne midler for over kort tid å sikre at kontraktene kan gjennomføres. Hovedmotivet bak denne handelen er med andre ord ikke egen vinning men håndtering av kundetransaksjoner. Tilsvarende kunderelatert handel omfatter handel der verdipapirforetaket selv går inn som en kjøper eller selger i en transaksjon med en kunde. Årsaken til det kan for eksempel være at kunden ønsker rask slutning der verdipapirforetaket stiller en kurs, eller der det ikke finnes andre motparter i markedet. En annen årsak til at verdipapirforetaket går inn som selger eller kjøper kan være for å møte en forventet etterspørsel fra kunder, eventuelt for å "hedge" marketmaker posisjoner i derivatmarkedet, eller for å kunne betjene en kunde som har gitt en kjøpsordre på "alt eller intet".

Det er ingen grunn til å legge skjul på at grensedragningen mellom kunderelatert egenhandel og handel på egen bok er komplisert. Det stilles derfor strenge krav til ulike former for kontoføring når foretak utfører egenhandel. Men som nevnt over er omfanget av handel som ikke er kundedrevet på kraftig retur.

2.4. Verdipapirforetakene: Hvem er de?

Verdipapirforetak består i hovedsak av selvstendige foretak, som ofte betegnes som meglerforetak eller meglerhus. I tillegg sorterer bankenes Markets-avdelinger inn under denne betegnelsen. De aller fleste av tjenestene som verdipapirforetakene tilbyr er konsesjonsbelagt. Pr august 2011 hadde 151 foretak konsesjon som verdipapirforetak. 31 av disse er tildelt foretak som er del av norskregistrert bank. I tillegg hadde 23 verdipapirforetak med konsesjon fra et annet EØS land meldt fra til Finanstilsynet at de har opprettet filial i Norge. Totalt er det dermed 174 aktører som kan tilby slike investeringstjenester i det norske markedet. I tillegg kan aktører med konsesjon i et annet EØS land drive grensekryssende virksomhet inn til Norge. De må melde fra til Finanstilsynet første gang de opererer i det norske markedet, men de registreres ikke på årlig basis. I løpet av første halvår 2011 var de 161 utenlandske verdipapirforetak som meldte om grensekryssende virksomhet inn til Norge, og siden 1996 er det 2065 foretak som har meldt fra om dette. Disse aktørene er ikke under den samme tilsynsordningen i Norge som de andre aktørene. For en oversikt over antall aktører i det norske markedet, se tabell 3.

Tabell 3: Antall aktører i det norske verdipapirmarkedet pr. august 2011. Kilde: Finanstilsynet og NFMF

Aktører i det norske markedet pr. august 2011	
Verdipapirforetak som ikke er del av bank	120
Verdipapirforetak som er del av bank	31
Verdipapirforetak med konsesjon fra et annet EØS land som har opprettet filial i Norge	23
Verdipapirforetak med konsesjon fra et annet EØS land som har meldt grensekryssende virksomhet inn til Norge siden 1996	2065
Medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund	39

I figuren ovenfor har vi delt verdipapirforetakene inn i ulike grupper. Finanstilsynet skiller mellom verdipapirforetak som er del av en bank og de som ikke er bank. I bankene er verdipapirvirksomheten en integrert del i banken i form av at den deler ressurser med andre deler av banken. De er normalt ikke selvstendige enheter og har derfor heller ikke regnskapsplikt på samme måte som de frittstående foretakene. De er likevel pliktige til å oppgi antall ansatte i investeringstjenestevirksomhet til Finanstilsynet basert på en beregning av hvor mange årsverk de anvender til dette. De må også drives strengt adskilt fra bankens øvrige virksomhet.

En annen inndeling som er av interesse fra et konkurranse- og internasjonaliseringsperspektiv, er skillet mellom utenlandske og norske aktører i bransjen. Dette er særlig interessant hvis man ønsker å se på i hvor stor grad de norske aktørene er utsatt for konkurranse fra internasjonale aktører i Norge, og i hvor stor grad de norske aktørene konkurrerer på det internasjonale markedet. For å foreta dette skillet på en enklest mulig måte har vi valgt å skille mellom norske og utenlandske foretak på grunnlag av hvor foretaket har hovedkontor. Hovedkontorets lokalisering angir med stor sannsynlighet hvor de mest sentrale strategiske beslutningene i foretaket gjøres, herunder hva slags markeds- og internasjonaliseringsstrategi foretaket skal velge over tid. Filialer av utenlandske foretak regnes dermed som utenlandske. Strukturen i markedene der verdipapirforetakene opererer preges av noen få grupper av aktører som skiller seg fra hverandre i lys av deres hovedkontorlokalisering. Ikke minst preger denne dimensjonen foretakenes størrelse og deres tjenestetilbud.

Vi har derfor delt foretakene inn i globale aktører, nordiske aktører, store norske aktører, små norske aktører (som ikke nødvendigvis har konsesjon som verdipapirforetak) og til sist leverandører av revisjon og juridiske tjenester som i enkelte tilfeller tilbyr konkurrerende tjenester innen tilrettelegging for oppkjøp og sammenslåinger.

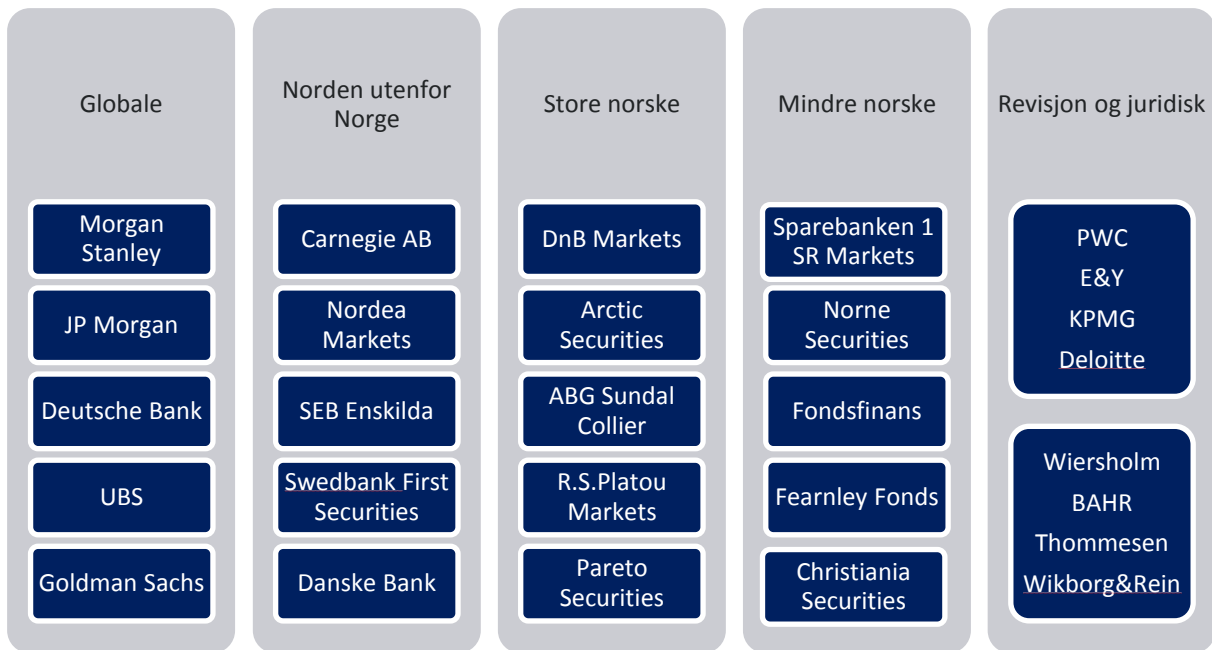
Figur 3: Oversikt over hvilke tjenester de ulike aktørene i det norske markedet tilbyr sine kunder.

Tjenester		Aktører				
		Globale	Norden utenfor Norge	Store norske	Små norske	Revisjon & Juridisk
Problemløsning	Oppkjøp, sammenslåinger og oppdeling av selskap	X	X	X	X	X
	Børsintroduksjoner	X	X	X		
	Kapitalinnhenting gjennom emisjoner eller obligasjonsutstedelse	X	X	X	X	
	Analyse av selskaper, sektorer og markeder	X	X	X	X	
Formidling	Aksjer	X	X	X	X	
	Renter og obligasjoner	X	X	(X)		
	Valuta, råvarer og andre finansielle instrumenter	X	X	(X)		
Estimert størrelse på egenkapital transaksjoner, mill. euro		100 +	20 +	20+	3-100	5-100

Note: (x) angir at det stort sett er verdipapirforetak som er del av bank som tilbyr sine kunder handel i renter og valuta.

Figur 4 illustrerer at tjenestetilbudet gradvis øker med foretakenes internasjonale eksponering og størrelse. I nederste kolonne har vi også angitt hvilke deler av markedet for tilretteleggingstjenester (målt i transaksjonsstørrelse) de ulike aktørene retter seg mot på egenkapitalmarkedet. Jo større og mer internasjonalserte aktørene er, jo sterkere fokuserer de på større transaksjoner innen corporate finance området. I figur 5 gir vi eksempler på aktører i de ulike segmentene.

Figur 4: Eksempler på foretak som vi plasserer i de ulike kategoriene.



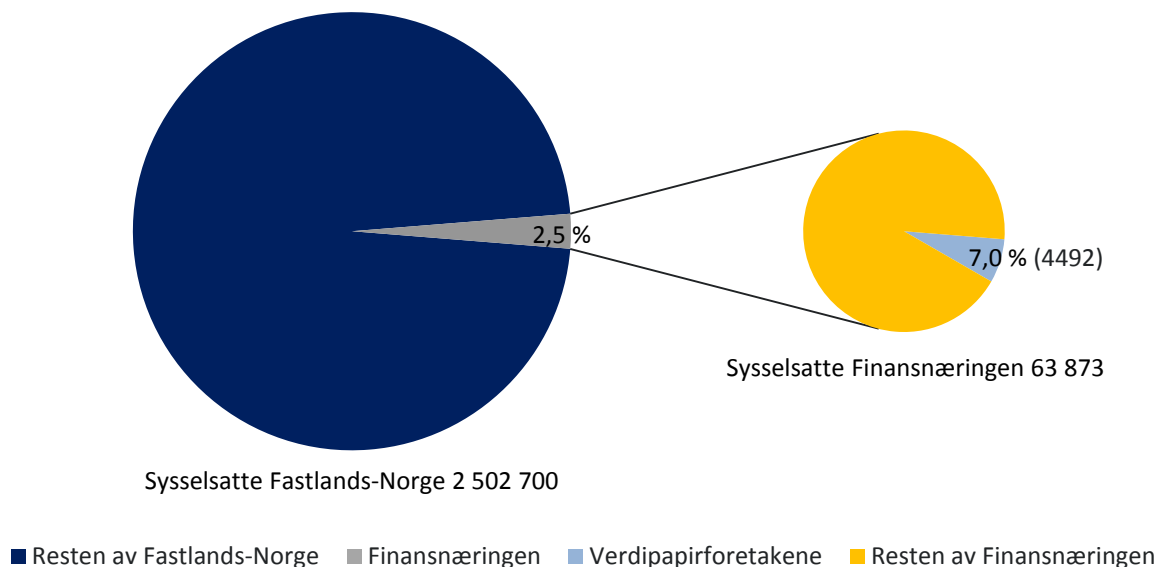
3. Verdipapirforetakenes direkte verdiskaping

Verdipapirforetakene sysselsatte 4492 personer i 2010. Det utgjorde omtrent 7 prosent av sysselsettingen i finansnæringen. De skapte også verdier for 12 mrd. kroner i 2010. Dvs. omtrent 10 prosent av verdiskapingen i finansnæringen og høyere enn verdiskapingen i metallindustrien. Vi finner også at verdiskaping per ansatt i verdipapirforetakene er stigende og høyere enn verdiskapingen i finansnæringen og i Norge generelt.

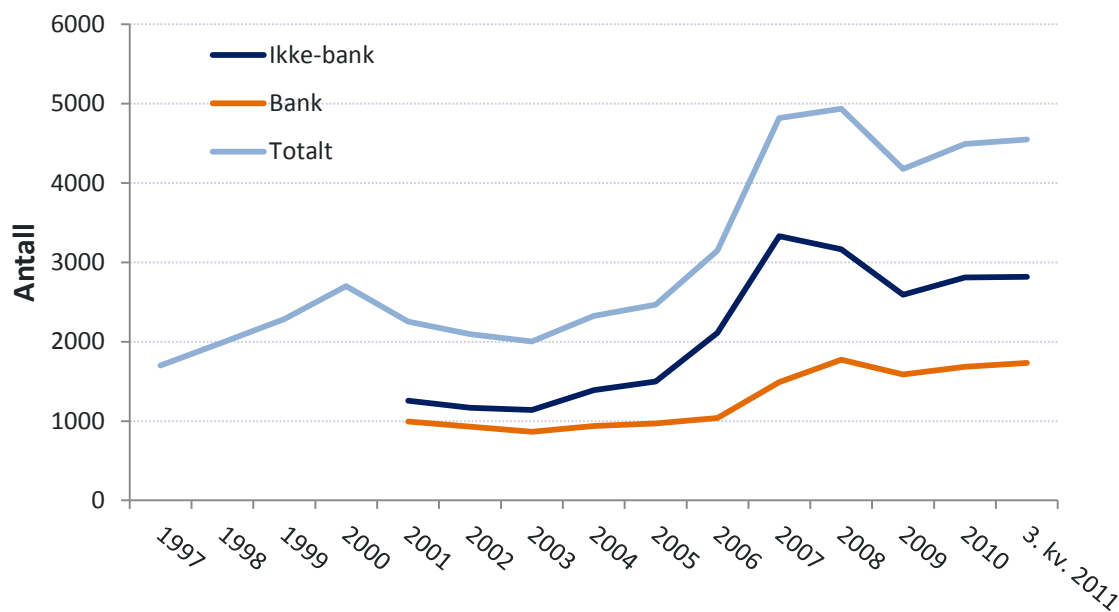
3.1. Sysselsetting i verdipapirforetakene

Verdipapirforetakene sysselsatte 4 492 personer i 2010. Dette utgjør 7 prosent av de ansatte i finansnæringen, se figur 5. 1 682 av disse er sysselsatt i bankene. Figur 6 viser utviklingen i antall ansatte over tid. Antall ansatte i næringen har mer enn doblet seg i løpet av de siste 10 årene, men det er betydelige svingninger i antall ansatte avhengig av konjunktursvingninger. Fra 2008 til 2009 var det for eksempel en 15 prosent reduksjon i antall ansatte. De ansatte i verdipapirforetakene er med andre ord utsatt for større jobb-risiko enn ansatte i en del andre næringer.

Figur 5: Finansnæringens andel av sysselsettingen i Fastlands-Norge og verdipapirforetakenes andel av sysselsettingen i finansnæringen. Tallene er fra 2010. Kilde: SSB, Finanstilsynet og Menon



Figur 6: Utviklingen i antall ansatte i verdipapirforetak over tid, fordelt på ansatte som driver med investeringstjeneste virksomhet i bank og ikke-bank (selvstendige foretak). Kilde: Finanstilsynet.



3.2. Verdiskaping i verdipapirforetakene

Verdiskaping er et begrep som ofte tolkes upresist og på mange ulike måter. I finansnæringen er verdiskaping ofte vurdert i lys av et selskaps evne til å skape verdier for eierne i form av avkastning på en investering, men dette er for snevert verdiskapingsmål fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Samfunnsøkonomer opererer med en klar og entydig regnskapsbasert tolkning og det er denne vi benytter i dette kapittelet. Verdiskaping er et mål på den merverdi som en bedrift, en næring eller et land skaper i løpet av et år. I nasjonal kontekst blir dette betegnet som brutto nasjonalprodukt (BNP), og fagbegrepet for tilsvarende verdiskaping på bedriftsnivå er bruttoprodukt, som tilsvarer summen av lønnskostnader og driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger (EBITDA som er en forkortelse for Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Vi får da et uttrykk for den evne en bedrift eller en næring har til å avlønnne arbeidstakerne gjennom lønn, eierne gjennom overskudd og staten gjennom skatter. I tillegg inkluderes avlønning til eventuelle kreditorer.

Basert på regnskapstall har vi beregnet at verdipapirforetakene som bransje skapte verdier for 12 mrd. kroner i 2010, noe som utgjør omtrent 10 prosent av verdiskapingen i finansnæringen. Se figur 7. For å sette verdiskapingstallet i perspektiv kan man merke seg at verdiskapingen i verdipapirforetakene er større enn verdiskapingen i metallindustrien⁴, en næring som står sentralt i norsk næringspolitikk. For verdipapirforetakene som ikke er bank har vi tatt utgangspunkt i regnskapsdata og beregnet verdiskapingen til 5,5 mrd. kroner i 2010. Verdiskapingen fra tjenestene som sorterer under bankene har vi måttet estimere. Vi har tatt utgangspunkt i antall ansatte i verdipapirforetak som er bank. Dette offentliggjør Finanstilsynet. Vi har også fått tilgang til gjennomsnittslønn fra disse enhetene for utvalgte banker. Videre har vi antatt at lønnskostnadene utgjør 70 prosent av de totale driftskostnadene i disse enhetene. Basert på disse forutsetningene har vi estimert at verdiskapingen i disse enhetene i bankene var på 6,5 mrd. kroner i 2010. Sammenligner vi det med tall som rapporteres fra noen av bankene så virker dette som et rimelig anslag.

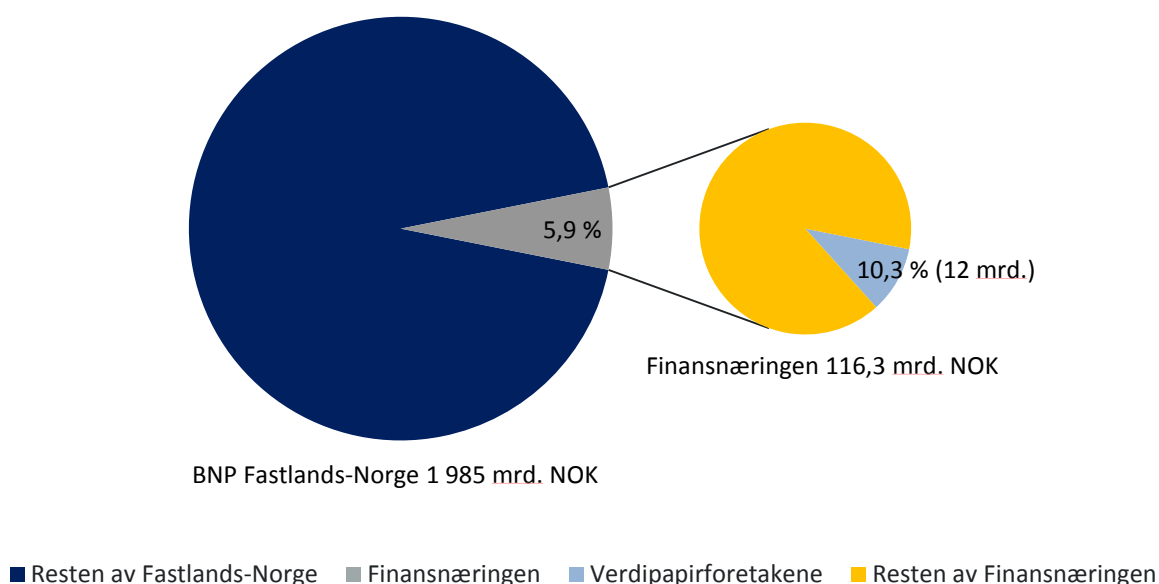
⁴ Produksjon av metaller: 10,5 mrd. kroner i verdiskaping i 2010. Kilde: SSB, Nasjonalregnskapet

Boks 3: Verdipapirforetakene og finansnæringen – avgrensning og beregning av verdiskaping

Verdiskapingen er summen av lønnskostnader og EBITDA i alle bedriftene. For verdipapirforetakene inngår ikke finansielle poster som del av verdiskapingen. Vi har hatt som målsetting å basere verdiskapingen i verdipapirforetakene på den kunderettede virksomheten. Inntekter gjennom egenhandel på egen bok er ikke å anse som verdiskaping i regnskapsmessig forstand. Det opereres med ulik praksis mellom foretak og over tid hvordan inntekter fra denne typen aktivitet regnskapsføres. I inntektstall som rapporteres inn til Finanstilsynet skal det skilles mellom kunderettet aktivitet og egenhandel på egen bok (prop-trading). Vi har utnyttet disse tallene for å kvalitetssikre verdiskapingstallene til foretakene.

I Menon publikasjon nr. 16/2011, *En kunnskapsbasert finansnæring*, har vi beregnet verdiskapingen i hele finansnæringen. Vi har tatt utgangspunkt i offisiell statistikk, ekskludert foretak som ikke er direkte knyttet opp til finansnæringen og inkludert foretak innenfor noen sentrale støttefunksjoner som i praksis er en del av finansnæringen. Årsaken til denne justeringen er at den offisielle statistikken ikke gir et riktig bilde av finansnæringen. Vi har for eksempel ekskludert finansielle holdingselskaper, fond/legater opprettet for veldedige formål men som selv ikke fordeler støtte, investeringselskaper, porteføljeinvesteringsselskaper og skattebetingede investeringselskaper. Disse selskapene tilbyr i liten grad tjenester til andre aktører. Samtidig har vi inkludert enkelte forretningsjuridiske aktører med omfattende koblinger til finans, utvalgte aktører med tung satsing på finansiell kommunikasjon og store revisjonsforetak med tett interaksjon med finansielle tilretteleggere og verdipapirforetak. Denne justeringen innebærer at vi reduserer finansnæringen fra omtrent 25 000 foretak til 2118 foretak. For undergruppene Bank, Skadeforsikring og Annen Kredittgivning (kredittforetak / inkasso) inkluderes også netto finansinntekter fordi dette er vesentlige inntekter og kostnader for disse gruppene som ikke fanges opp av EBITDA og som i hovedsak er knyttet til kunderettet virksomhet.

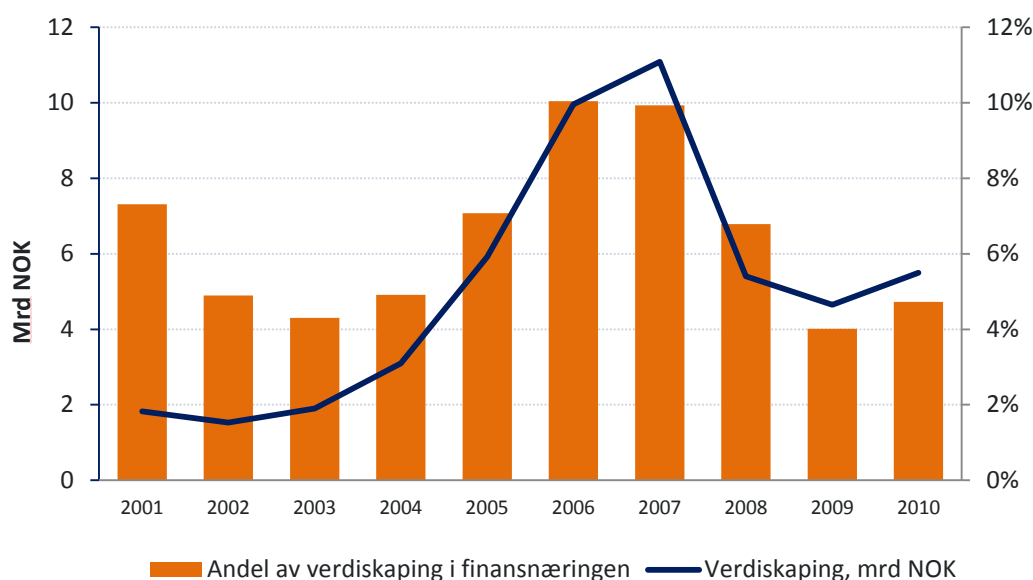
Figur 7: Finansnæringens andel av BNP for Fastlands-Norge, og verdipapirforetakenes andel av verdiskapingen i Finansnæringen, 2010. Verdiskaping utenfor bankene er beregnet til 5,5 mrd. kroner. Verdiskapingen i Markets avdelingene i bankene er estimert til 6,5 mrd. kroner. Kilde: SSB, Finanstilsynet og Menon.



Verdiskaping i verdipapirforetakene som ikke er del av en bank kan vi følge over tid. På bakgrunn av regnskapsdata har vi beregnet utvikling i verdiskaping og andel av finansnæringens verdiskaping (se figuren under). Tallenes tale er klar: Verdipapirforetakene kan vise til en kraftig økning i andel av næringens

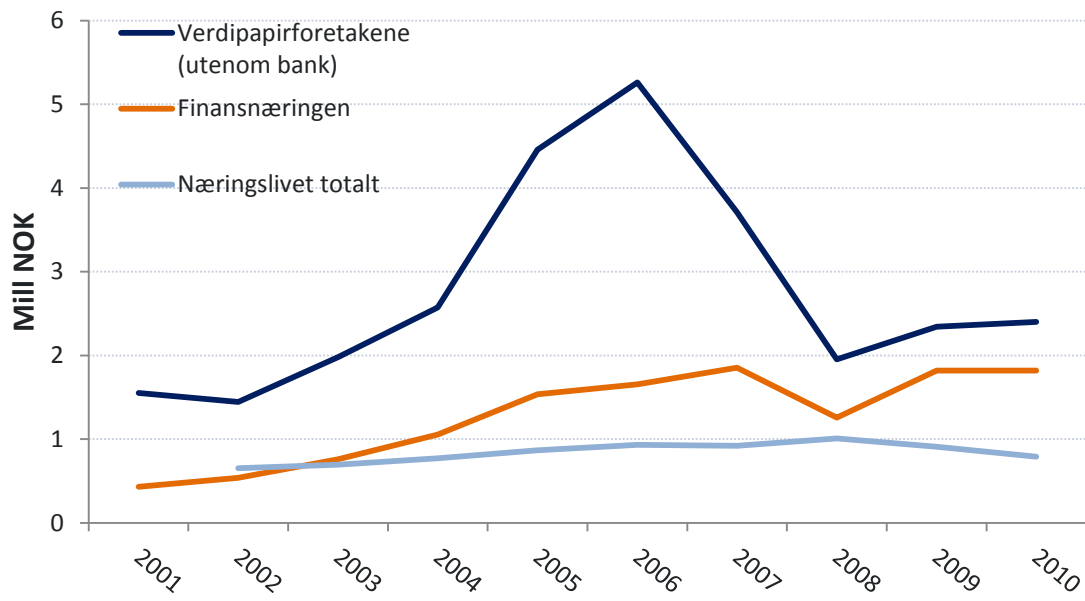
verdiskaping i perioden frem til og med 2007. Som følge av finanskrisen har verdipapirforetakene opplevd en betydelig reduksjon i aktiviteten, noe som igjen tydelig indikerer at denne bransjen er svært konjunkturutsatt.

Figur 8: Verdiskaping over tid i verdipapirforetak som ikke er bank, og verdipapirforetakenes andelen av verdiskaping i finansnæringen over tid. Kilde: Finanstilsynet og Menon.



Figur 8 viser utviklingen i verdiskaping og foretakenes andel av verdiskaping i finansnæringen fra en lavkonjunktur til en annen. Det kan tyde på at den nedadgående trenden fra 2008 og 2009 nå er over, og at man sakte men sikkert beveger seg oppover igjen. Et viktig mål på en nærings evne til å skape verdier er dens evne til å øke de ansattes produktivitet over tid, målt som verdiskaping pr sysselsatt (arbeidskraftens produktivitet). Sammenlignet med verdiskaping per ansatt i markedsrettet virksomhet i Norge og i finansnæringen er produktiviteten høy. Følger vi utviklingen over tid (figur 9) så ser vi også at produktiviteten svinger sterkt i takt med konjunktorene, noe som indikerer at foretakene velger å opprettholde sysselsettingen i perioder med lav aktivitet. Dette er med på å begrense de konjunkturrelle utslagene i arbeidsmarkedet og indikerer at foretakene er opptatt av å beholde kompetansen man har utviklet over tid. Til tross for de omfattende svingningene i arbeidsproduktivitet kan det se ut som at bransjen kan vise til en tydelig langsiktig vekst i produktiviteten. Verdiskapingen pr sysselsatt var betydelig høyere i utgangen av tiåret sammenlignet med inngangen. I begge disse periodene befant man seg i en lavkonjunktur, men den siste lavkonjunkturen var betraktelig tyngre enn den man opplevde ved tusenårsskiftet.

Figur 9: Arbeidskraftens produktivitet (verdiskaping per ansatt) i verdipapirforetakene som ikke er bank, i finansnæringen og i næringslivet totalt. Kilde: Menon, Finanstilsynet og Nasjonalregnskapet (SSB)



4. Verdipapirforetakenes betydning for næringslivet og resten av økonomien

Verdipapirforetakene skaper blant annet verdier gjennom å fremskaffe kapital til norske bedrifter, institusjoner og myndigheter. I 2010 hentet de for eksempel inn 67 mrd. kroner til næringslivet gjennom egenkapitalemisjoner. Dette er imponerende høyt, og mye av egenkapitalen hentes inn til viktige næringer for Norge som offshore, kraft, maritim og metall. I tillegg skaffer verdipapirforetakene betydelige mengder med fremmedkapital via obligasjons- og sertifikatutstedelser. Fra 2000 til nå har obligasjonsmarkedet vokst fra 13 prosent til nærmere 25 prosent av fremmedkapitalmarkedet, det vil si at verdipapirforetakene spiller en økende rolle i dette markedet. Verdipapirforetakene leverer også tjenester som legger til rette for at bedrifter kan kjøpe hverandre opp eller slå seg sammen (M&A), noe som ser ut til å ha en positiv effekt på bedriftenes økonomiske aktivitet.

4.1. Introduksjon

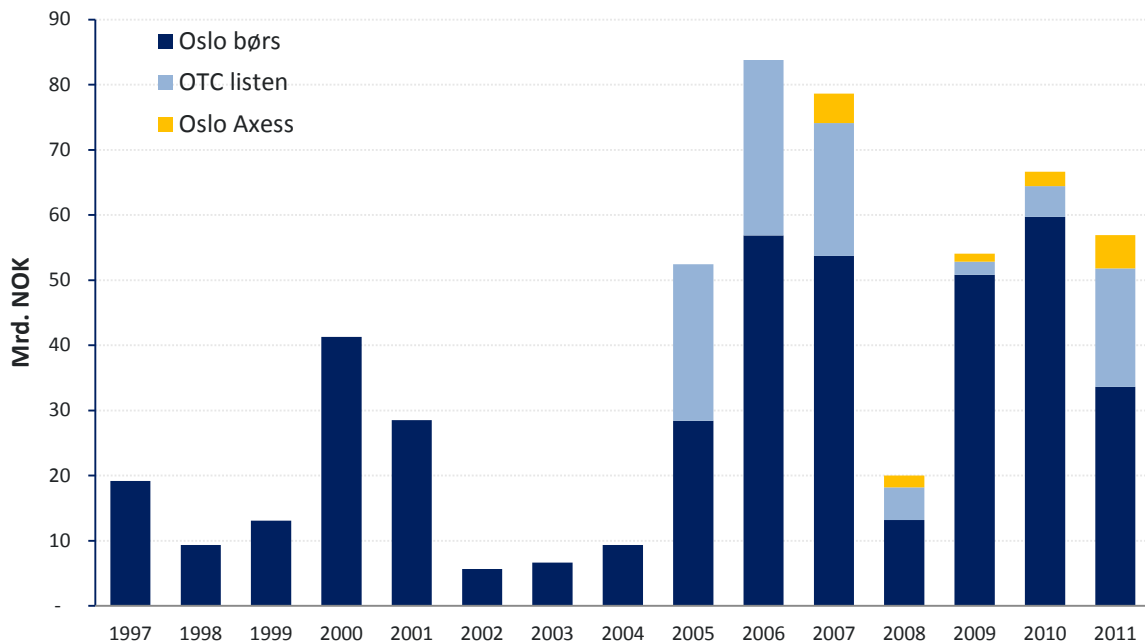
Så langt har vi vist at verdipapirforetakene står for en betydelig andel av verdiskapingen i finansnæringen. Men denne verdiskapingen er bare et begrenset mål på hvilken rolle verdipapirforetakene spiller for næringslivet og økonomien generelt. En sak er den direkte verdiskapingen bransjen skaper gjennom sin egen evne til å avlønne de ansatte, eierne og det offentlige (gjennom skatter), men en annen ting er i hvilken grad andre deler av næringslivet samt offentlig sektor øker sin verdiskaping gjennom verdipapirforetakenes arbeid. Vi har valgt å belyse dette bidraget til verdiskaping på ulike måter. Først ser vi på hvordan verdier skapes gjennom verdipapirforetakenes arbeid med å hente inn kapital til næringslivet. Dette er en helt avgjørende funksjon for verdipapirforetakene, men samtidig er det vanskelig å måle verdiskapingsbidraget fra denne aktiviteten. Vi har derfor valgt å bruke et bredt utvalg av eksempler. Vi vier også noe oppmerksomhet til den rolle oppkjøp og sammenslåinger har for verdiskaping og vekst over tid. Vi er gjennomgående opptatt av det kunnskapsbaserte samspillet mellom verdipapirforetakene og andre næringer som bidrar til å øke disse næringenes konkurranse- og verdiskapingsevne. Til slutt ser vi kort på hva internasjonal forskningslitteratur sier om den rolle en velfungerende og velutviklet finansnæring generelt spiller for økonomisk vekst. I denne sammenheng drøfter vi kort den rolle verdipapirforetakene har i markeder der kjøper og selger ikke så lett finner hverandre: søkemarkeder.

4.2. Kapitalinnhenting som kilde til vekst i næringslivet

Som vist i tidligere kapitler blir jobben med å hente inn kapital til næringslivet en stadig viktigere del av verdipapirforetakenes rolle, både gjennom innhenting av egenkapital og fremmedkapital i form av obligasjons- og sertifikatlån. Tilførsel av ny kapital er avgjørende for at selskaper skal kunne gjennomføre viktige investeringsprosjekter som igjen skaper vekst i økonomien. Nedenfor ser vi først på innhenting av kapital gjennom egenkapitalemisjoner for deretter å omtale fremmedkapitalemisjoner.

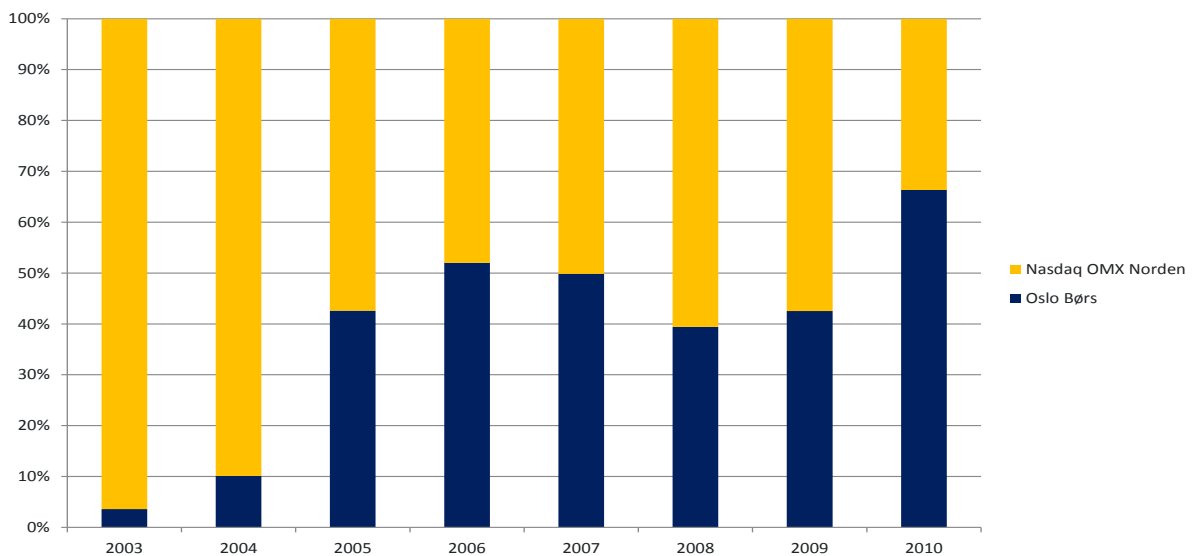
Verdipapirforetakene spiller en helt sentral rolle for å gjennomføre utvidelser av egenkapitalen i selskaper som er notert på børsen, samt store emisjoner i selskaper utenfor børsen. I økende grad har de også økt sin betydning som tilrettelegger av emisjoner for utenlandske selskaper. I 2010 ble det hentet inn 67 milliarder kroner i ny egenkapital til selskaper på børsen og på OTC-listene. Som kilde til ny egenkapital har Oslo Børs fått en markant viktigere rolle gjennom det siste tiåret og emisjonsaktivitetene i 2009 og 2010 har vært imponerende høy til tross for finanskrise og tider med mangel på risikovillig kapital.

Figur 10: Egenkapitalemisjoner på Oslo Børs og OTC (både emisjoner og børsintroduksjoner). Kilde: Oslo Børs og NFMF



Den norske aktiviteten knyttet til egenkapitalemisjoner er også imponerende høy sett i et internasjonalt perspektiv. I 2010 ble det hentet inn mer egenkapital til selskaper på Oslo Børs enn det som har blitt hentet inn til sammen i de andre nordiske landene. Figuren nedenfor angir Norges andel av kapitalinnhenting i de nordiske landene. Utviklingen trekker i retning av at den norske delen av det nordiske markedet for egenkapitalemisjoner blir stadig viktigere.

Figur 11: Oslo Børs og Nasdaq OMX Norden: Utvikling i andel av egenkapitalemisjoner i Norden: Kilde: World Federation of Exchanges



Dette bildet vitner om et vitalt marked for emisjonsaktivitet i Norge. I denne sammenheng er det viktig å merke seg at den høye emisjonsaktiviteten i stor grad er knyttet til aktivitet innen noen sentrale næringer i Norge som også er høyst kapitalintensive, som olje- og gassnæringen med leverandørindustrien, kraftnæringen, maritim

sektor og metallindustri. Det er innen disse næringene norske verdipapirforetak også hevder seg godt på utenlandske markeder.

Innhenting av ny egenkapital er ofte helt avgjørende for selskaper som skal gjennomføre store investeringsprosjekter. I mange sammenhenger vil innhenting av egenkapital være eneste form for finansiering av slike prosjekter, enten fordi risikoen er høy, fordi det ikke kan stilles full sikkerhet for lånefinansiering gjennom bank, fordi prosjektene er svært store eller fordi det er behov for rask innhenting av kapital. For å illustrere viktigheten av verdipapirforetakenes rolle i tilknytning til egenkapitalemisjoner har vi trukket frem fem eksempler som illustrerer hvor viktig det er for næringslivet at denne delen av kapitalmarkedet fungerer effektivt. Eksemplene illustrerer også hvilken kompetanse norske verdipapirforetak besitter som gjør dem konkurransedyktige i et marked preget av sterkt internasjonal konkurranse. Sist men ikke minst viser eksemplene hvor avgjørende det er å ha et tilbud av lokale leverandører av finansielle tjenester som kjenner næringsaktiviteten og de prosedyrer som er særegne for norske forhold i tilknytning til innhenting av kapital.

4.2.1. Styrket konkurranse og bedret flytilbud i det skandinaviske markedet: Emisjon for Norwegian Air Shuttle

Norwegian Air Shuttle ble etablert i 1993 og er i dag Skandinavias største lavpris flyselskap med over 2000 ansatte. Norwegianians vekst har bidratt til å øke konkurransen og rutetilbudet i det skandinaviske så vel som det europeiske markedet for flyreiser, og fremstår nå som den viktigste konkurrenten til SAS på en lang rekke ruter. Som en viktig del av sin vekststrategi inngikk Norwegian en avtale med flyprodusenten Boeing om levering av 42 fly over perioden 2008 til 2014. Slike flykjøp finansieres normalt gjennom låneopptak, men i forkant av levering kreves det normalt en forhåndsinnbetaling på rundt 15 prosent av kjøpesum som finansieres av selskapets egenkapital. Norwegian har i stor grad klart å vokse gjennom investeringer basert på egen inntjening, men det store flykjøpet utløste et behov for å hente inn mer egenkapital. I 2008 var derfor Norwegian ute i markedet for å hente inn 400 mill. kroner gjennom en tegningsrettsemisjon. Arctic Securities var sammen med ABG Sundal Collier tilretteleggere for emisjonen.

Emisjoner av denne størrelsen er stort sett uinteressante for de store utenlandske tilretteleggerne, og de norske verdipapirforetakenes kjennskap til norskbaserte selskaper som Norwegian gjør at det fremstår som det beste alternativet å benytte disse. Emisjonen er med andre ord et godt eksempel på at tunge investeringer for næringsutvikling ofte krever at man effektivt klarer å hente inn ny egenkapital. I denne sammenheng står ofte de norske tilretteleggerne helt sentralt. Ikke minst gjelder dette for de selskapene i Norge som ikke er aller størst. Foretak med høye vekstambisjoner er med andre ord avhengige av de tjenestene verdipapirforetakene tilbyr i form av tilrettelegging for innhenting av nye egenkapital

Samtidig er det viktig for selskapet som skal hente inn kapital at emisjonen blir fulltegnet og at prisen blir god. Det er derfor et sentralt poeng at tilretteleggerne har evne til også å hente inn kapital fra utenlandske investorer. Norwegianians emisjon ble gjennomført utelukkende med norske tilretteleggere og ble samtidig finansiert med betydelige mengder utenlandsk kapital. Emisjonen er således et godt eksempel på at norske tilretteleggere har evne til å skape internasjonal interesse for finansiering i segmenter som man gjerne ikke forbinder med de mest sentrale delene av norsk næringsliv.

4.2.2. Når verdipapirforetak bidrar til bygging av norske industrieventyr: Emisjon for Seadrill

Seadrill er i dag det 3. største selskapet på Oslo Børs med en børsverdi på 93 milliarder kroner. Dette er høyere enn markedsverdien til DnB som er omtrent på 90 milliarder kroner⁵. Med tanke på at Seadrill ble etablert i 2005 er dette ikke annet enn imponerende. Seadrill er i dag et verdensomspennende boreentreprenørselskap med over 7000 ansatte. Selskapet er notert på Oslo børs og New York Stock Exchange. Om lag en tredjedel av de ansatte jobber i Norge og det operasjonelle hovedkontoret ligger i Stavanger.

Seadrill har vokst gjennom å kjøpe opp mindre riggselskaper og bygge en effektiv organisasjon rundt aktiviteten. En av de mest sentrale bærebjelkene i Seadrill er tidligere Smedvig ASA som ble kjøpt opp i 2006. Det er all grunn til å hevde at Seadrill ikke ville ha vært en sentral internasjonal aktør i dette markedet uten kjøpet av Smedvig. Men kjøpet kom ikke uten kamp. Hadde ikke norske verdipapirforetak vist handlekraft og fleksibilitet ville Smedvig nå vært en del av amerikanske Noble Drilling som høsten 2005 kjøpte seg opp til 39,5 prosent av aksjene i Smedvig. De fleste forventet at Noble ville komme til å gi bud på hele selskapet, men slik gikk det ikke. Gjennom et systematisk arbeid klarte Seadrill å kjøpe tilstrekkelig med aksjer til å blokkere et oppkjøp. Som en følge av dette oppsto det et race for å tilegne seg aksjemajoritet i selskapet. For å finansiere kjøp av store aksjeposter i Smedvig hadde Seadrill behov for å hente inn kapital, og med en potensiell budkrig måtte det handels fort.

Sent i januar 2006 tok Carnegie, Pareto, SEB Enskilda og First ansvar for å gjennomføre en emisjon på 5 milliarder kroner for Seadrill. Det hastet og man hadde i utgangspunktet kun noen dager på seg. I løpet av en hektisk fredag klarte tilretteleggerne å snu seg mot investorer i inn- og utland for å hente det man hadde behov for. Til tross for at det kun ble brukt norske tilretteleggere, ble 70 prosent av kapitalen hentet inn fra utenlandske investorer.

I løpet av våren 2006 kjøpte Seadrill resten av aksjene i Smedvig og fusjonerte selskapet inn i juni 2006. I ettertid fremhever Anders Onarheim som sto helt sentralt i arbeidet at den type fleksibilitet og konsentrasjon av innsats som ble fremvist i denne transaksjonen aldri ville kunne finne sted i de store internasjonale investeringsbankene. Jobben lignet på mange måter en norsk dugnad der nære og tillitsfulle relasjoner mellom verdipapirforetakene og industrielle aktører er avgjørende for fleksibiliteten i denne delen av kapitalmarkedet. Det er også viktig å merke seg at et godt koordinert tilretteleggerarbeid som involverte mange verdipapirforetak ble avgjørende for at Smedvig ikke kom på amerikansk hender. I ettertid har Seadrills aktivitet på norsk jord vist høy vekst. Det er ikke sikkert at denne veksten ville vært tilsvarende høy dersom Smedvig ble en del Noble Drilling.

4.2.3. Å legge til rette for vekst i Nord-Norge: Emisjon for Sparebanken Nord-Norge:

Sammen med DNB er Sparebanken Nord-Norge den viktigste banken for Nord-Norge. Med tung lokal kompetanse har banken et fortrinn når bedrifter trenger finansiering til utvikling av nye prosjekter. I Finnmark og Troms har man de senere årene opplevd kraftig vekst. Denne har kommet i kjølvannet av nye petroleumsfunn som Snøhvit, men også andre næringer har vist vekstevne, som oppdrett og gruvedrift. Med høyere vekst kommer et økt behov for lånekapital i næringslivet og Sparebanken Nord-Norge opplevde at dette behovet ikke kunne møtes uten å styrke balansen gjennom ny tilførsel av egenkapital. Nye regelverkskrav til

⁵ 9.12.2011

egenkapitaldekning i bankene satte rett og slett en grense for hvor mye banken kunne involvere seg i denne positive utviklingen.

Det var med dette som bakgrunn at banken i mai 2011 hentet inn 450 millioner kroner i en tegningsrettsemisjon og 150 millioner kroner i en rettet emisjon. Arctic Securities sammen med flere andre verdipapirforetak ble valgt som tilrettelegger. Igjen viste man at det er fullt mulig å hente inn kapital til mindre selskaper i Norge fra både inn og utland, uten å involvere store internasjonale investeringsbanker. I forbindelse med emisjonen ble en utenlandsk investor den største egenkapitalbeviser i banken. Å tilrettelegge emisjoner for sparebanker involverer prosedyrer og instrumenter som er lite kjent for utenlandske tilretteleggere. Når transaksjonene i tillegg er begrenset i størrelse er man helt avhengig av å ha tilgang til et norsk miljø som kan stå for innhenting av kapital. Sparebanken Nord-Norges emisjoner viser på mange måter hvor viktig det er å kunne hente inn egenkapital for å bidra til næringsutvikling i hele landet. I dette arbeidet innehar verdipapirforetakene en sentral rolle i samspill med lokale forretnings- og sparebanker. Som følge av nye egenkapitalkrav vil også mange andre sparebanker kunne få behov for å gjennomføre egenkapitalemisjoner i tiden som kommer.

4.2.4. Å bidra til norske bedrifters internasjonale ekspansjon: Hydros emisjon for eierskap i Vale

Hydros kjøp av aluminiumsaktivitet i det brasilianske selskapet Vale i 2010 representerer den største norske transaksjon i utlandet noen gang. Gjennom dette oppkjøpet styrket Hydro sin internasjonale posisjon som ledende leverandør av aluminium i et globalt marked med stadig tøffere konkurranse. Rik og langsiktig tilgang på råvarer blir av mange aktører i dette markedet oppfattet som en forutsetning for langsiktig konkurranseevne, og det er nettopp dette Hydro tilegnet seg gjennom denne store transaksjonen. Oppkjøpet har gitt Hydro kontroll over verdens største anlegg for raffinering av aluminium (Alunorte) samt en av de største bauxit-gruvene i verden (Paragominas).

Oppkjøpet ble delvis finansiert gjennom salg av aksjer og delvis gjennom at Vale fikk tildelt aksjer i Hydro. Transaksjonen krevde at Hydro hentet inn 10 milliarder NOK i egenkapital gjennom en fortrinnsrettsemisjon våren/sommeren 2010. Størrelsen på transaksjonen tilsa at tradisjonell bankfinansiert lånefinansiering ikke lot seg gjøre.

En så stor emisjon krever at tilretteleggerne innehar evne til å garantere emisjonen. I denne transaksjonen dannet DNB Markets, Citi og BNP Paribas et syndikat der hver av partene tok rollen som joint global coordinators. DNB Markets spilte en helt sentral rolle som tilrettelegger i Norge for å forankre emisjonen hos et stort antall norske eiere i et vanskelig kapitalmarked. I løpet av en relativt kort tilretteleggingsperiode tok DNB Markets kontakt med så mange som 30.000 investorer i Norge i løpet av kort tid. På denne måten sikret DNB Markets at eierne i Hydro fikk informasjon om og mulighet til å delta i kapitalutvidelsen. Dermed ble emisjonen godt forankret hos eksisterende eiere, og samtidig sikret man seg tilgang på mange investorer.

Sentrale aktører peker også på at denne transaksjonen neppe ville latt seg gjennomføre uten å ha med et større norskbasert verdipapirforetak ettersom det vart avgjørende å ha kjennskap til norsk avtaleverk for at transaksjonen skulle bli en suksess. Det var også viktig å håndtere involveringen av statens store eierandel på en relevant og fornuftig måte, særlig fordi staten valgte å ta en stor andel av emisjonsverdien.

Kombinasjonen av DNB Markets distribuerte og omfattende plasseringsevne, bankens evne til å garantere en så stor emisjonen basert på egen bok, og bankens dyptpløyende kjennskap til norsk og internasjonalt

avtaleverk var en relativt unik kombinasjon av kompetanser som bidro til å gjøre denne transaksjonen gjennomførbart i en periode da finansmarkedene var svært urolige og aksjekursene var på full vei nedover. Det er lite sannsynlig at denne transaksjonen kunne blitt gjennomført kun basert på tilretteleggingstjenester utført av utenlandske investeringsbanker. Vår informasjonsinnhenting i tilknytning til dette caset viste nok en gang at de norske verdipapirforetakenes evne til å vise fleksibilitet og tilpasningsdyktighet i transaksjoner av denne typen er nokså unik. Vi tror at denne formen for tjenesteyting kan gi sterke fortrinn i den fremtidige internasjonale konkurransen om tilretteleggingsoppdrag.

4.2.5. Verdipapirforetakene bidrar til internasjonale industrisuksesser: Børsnotering av Yara

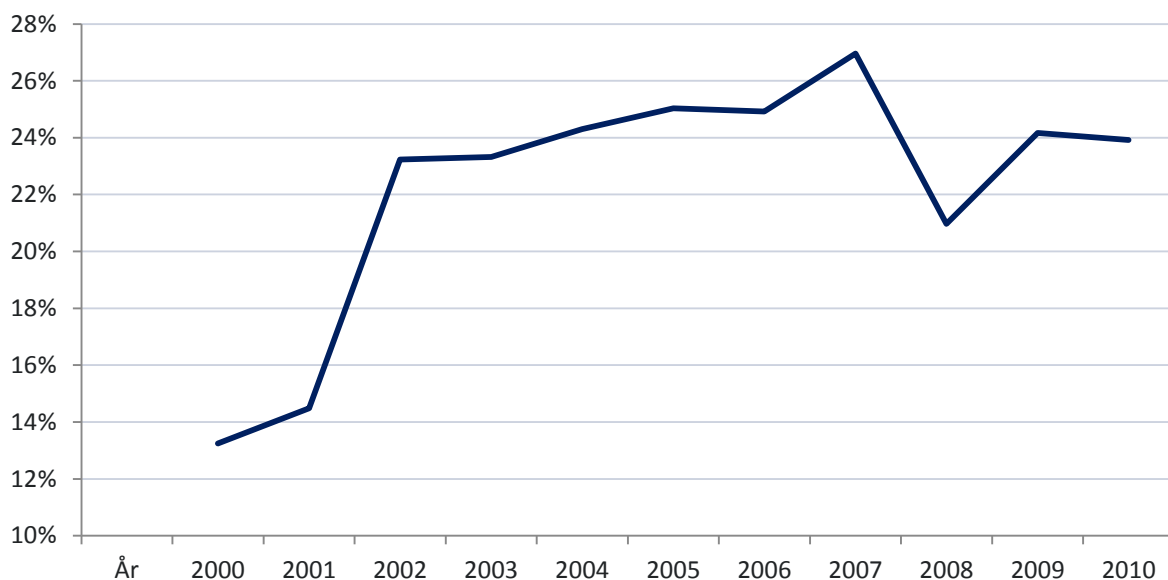
Yara sin posisjon som en global leder innen mineralgjødsel ble startet da Hydro i 2004 besluttet å skille ut virksomheten og notere den på Oslo Børs. Som verdens første innen nitrogengjødsel hadde Yara et internasjonalt fokus helt fra starten, og leverte til Kina allerede i 1913. I etterkant av utskillelsen har Yara fortsatt å ekspandere internasjonalt og har gjennom investeringer blitt det ledende selskapet innen mineralgjødsel i verden, med operasjoner i mer enn 50 land spredd over seks kontinenter. Ved børsnoteringen ble det sikret en rekordhøy interesse blant investorer, gjennom et sterkt internasjonalt fokusert syndikat med ABG Sundal Collier og UBS som globale koordinatører. Totalt ble det tegnet for 22 ganger det tilbudte antall aksjer, hvorav 78 prosent fra internasjonale investorer. Til slutt ble det solgt aksjer for 2,6 mrd. kroner til nye aksjonærer i tillegg til aksjene utdelt til de eksisterende Hydro-aksjonærene. Yara hadde en markedsverdi på 13,1 mrd. kroner ved notering. Den betydelige interessen for børsnoteringen gjorde at Yara begynte sitt liv på børsen med en svært sterk investorbase, som stod fullt ut bak selskapets strategi og var en støtte for selskapets videre vekstambisjoner. Siden børsnoteringen har selskapet mer enn femdoblet sin markedsverdi, til 70 mrd. kroner⁶, og har i dag mer enn 7 300 ansatte og en omsetning på 65 mrd. kroner.

4.3. Nærmere om verdiskaping gjennom fremmedkapitalemissjoner

Obligasjons- og sertifikatmarkedet fungerer som et viktig supplement til det regulære fremmedkapitalmarkedet hvor lån formidles gjennom banker og kredittinstitusjoner. I dette markedet hentes kapital inn der banklån enten er for dyre eller banker ikke er villige til å finansiere pga. krav om sikkerhet. I tillegg benytter aktører med behov for store lån seg av dette markedet fordi det er lettere å etablere store lån når det er mange kreditorer som tar en andel av lånet. Det er med andre ord flere argumenter for behovet for et velfungerende fremmedkapitalmarked utenom det regulære kredittmarkedet. Markedets attraktivitet kan tydeliggjøres ved å sammenligne utviklingen i størrelse på den del av obligasjonsmarkedet som omfatter lån utstedt av aktører i næringslivet med størrelsen på kredittvolumer som tilbys fra banker til den delen av næringslivet som befinner seg utenfor finanssektoren. Denne andelen har økt fra noe over 10 prosent i 2000 til nærmere 25 prosent i 2010, noe som indikerer at en voksende andel av næringslivet anser obligasjonsmarkedet som en mer sentral kanal for finansiering av investeringsprosjekter enn det regulære låne markedet. Obligasjoner og sertifikater som er registrert på Oslo børs står for ca 60 prosent av obligasjonene og sertifikatene. Oslo ABM (Alternative Bonds Market), som er en uregulert markeds plass har registrert ca. 20 prosent av obligasjonsvolumet, mens de resterende 20 prosentene er andre VPS registrerte obligasjoner.

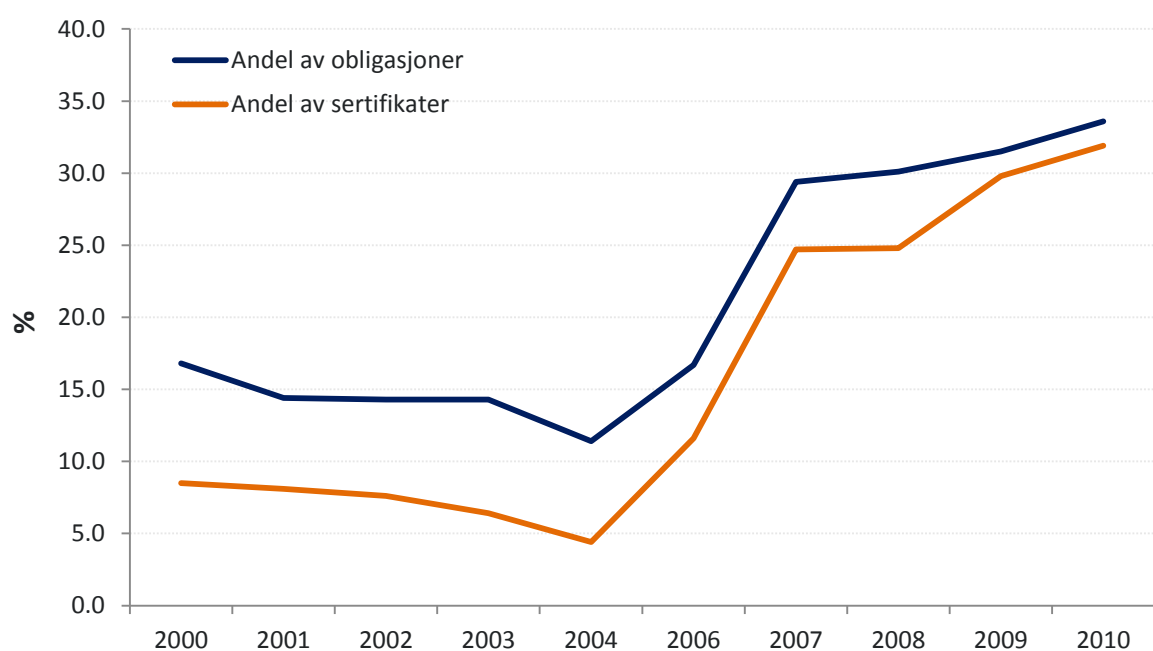
⁶ Per 30. januar 2012

Figur 12: Obligasjonsmarkedet (utenom statsobligasjoner) som prosent av bankenes utlån til næringslivet (utenom finans): Kilde: Norsk Tillitsmann og Statistisk sentralbyrå



Det er viktig å presisere at obligasjonsmarkedet har en utfyllende rolle sett opp mot regulær lånefinansiering gjennom bank. Det faktum at det eksisterer et lånemarked som er tilgjengelig for bedrifter med mer risikable prosjekter bidrar til å fremme økonomisk vekst ved å redusere noe av den risikoaversjon i markedet som hviler på bankenes strenge krav til sikkerhet og risikovurderinger. Innhenting av fremmedkapital gjennom obligasjoner er også ofte oppfattet som et mer fleksibelt instrument for kapitalinnhenting. Det er lettere å kombinere denne typen finansiering med andre typer kapitalinnhenting, det går ofte raskere, og man kan lettere sette sammen en portefølje av et større antall kreditorer. Det er grunn til å tro at dette markedet blir viktigere for næringslivet fremover som følge av Basel III regelverket som pålegger bankene høyere kapitalkrav.

Figur 13: Utenlandske aktørers andel av eierskapet i obligasjoner. Kilde: Oslo Børs og VPS



Gjennom det siste tiåret har vi også sett at utenlandske aktører i økende grad har gått inn og kjøpt obligasjoner og sertifikater på det norske markedet (se figuren over). Dette er tydelig tegn på at markedet er interessant som investeringsmulighet for et stort antall profesjonelle investorer. Samtidig tydeliggjør denne utviklingen at markedet fungerer effektivt. Dette blir også bekreftet gjennom den tydelige veksten i omsetning av denne typen fremmedkapitalinstrumenter.

Obligasjonsmarkedet, og da særlig markedet for statsobligasjoner, har også en viktig rolle som prisingsmekanisme for andre typer lån og kreditter. Renten på statsobligasjoner så vel som obligasjoner utstedt av private foretak er et signal som aktivt brukes i markedet for lån med lang løpetid. Prisene danner et gulfv som banker benytter for å prise fastrentekontrakter seg imellom og overfor sine kunder.

4.4. Verdiskaping gjennom oppkjøp og sammenslåinger (M&A)

Verdipapirforetakene leverer tjenester som legger til rette for at bedrifter kan kjøpe hverandre opp eller slå seg sammen (M&A). Selskapene bruker ofte hver sin rådgiver (verdipapirforetak) som bistår selskapet blant annet med verddivurdering, forhandlinger, transaksjonsstruktur, presentasjoner for aksjonærene, utarbeidelse av prospekter og gjennomføring av transaksjoner. Er det slik at M&A skaper verdier for samfunnet, eller er denne type oppkjøpsvirksomhet sterkt preget av eiere og ledelse som har andre motiver enn langsiktig verdiskaping? I forskningslitteraturen er det nokså stor enighet om at M&A-transaksjoner lønner seg for selger. Det er større uenighet om M&A lønner seg for kjøper. Dersom en ser på lønnsomheten for selger og kjøper samlet så kan det si noe om verdien av oppkjøp og sammenslåinger for samfunnet. Robert Bruner ved Universitetet i Virginia har undersøkt 24 studier som beregner den kombinerte avkastningen for selger og kjøper. Nesten alle de 24 studiene viser positiv avkastning. 14 av studiene viser signifikant positiv avkastning. Bruner konkluderer med at de fleste M&A transaksjoner i det minste kompenserer investorene for alternativ kostnadene til investeringen. Det vil si at den gjennomsnittlige avkastningen, justert i forhold til en alternativ investering med lik risiko, er over null. Dette er som forventet i et marked med effektiv konkurranse. Samtidig er det slik at avkastningen på M&A transaksjoner er svært varierende. Bruner argumenterer for at investorer kan unngå dårlige transaksjoner ved å følge noen generelle råd, se boks 4.

Boks 4: Robert Bruner: You are more likely to fail in M&A when

Your organization enters a fundamentally unprofitable industry, or refuses to exit from one

Your organization steps far away from what it knows

The economic benefits of the deal are improbable or not incremental to the deal

You fail to seek some economic advantage

Your organization is not very creative in deal structuring

Your organization has poor checks, balances, and incentives

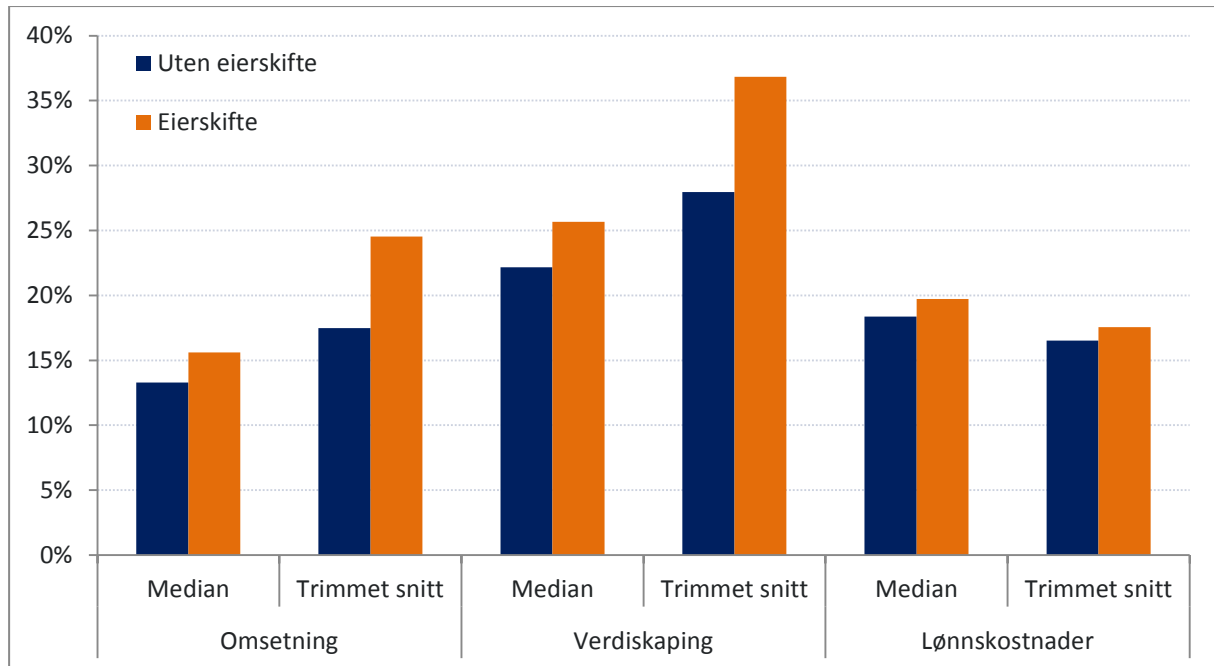
Grünfeld og Jakobsen (2006) og Grünfeld og Grimsby (2009) har studert omfanget og effekten av eierskifter i hele det norske næringslivet. De fremhever at verdiskapingseffekten gjennom eierskifter først realiseres hvis nye eiere har større eierskapsfortrinn.

De viser videre at man i løpet av perioden 2000-2007 så at hver tredje bedrift skiftet eierskap, definert som bytte av største eier der ny eier får over 34 prosent av eierskapet og at det har vært en tendens til at

hyppigheten av eierskifter har økt, og dette kan indikere at vi gjennom de neste ti årene vil kunne oppleve at over 40 prosent av bedriftene skifter eierskap. Behovet for eierskifter vil om noen år også øke ettersom en voksende andel av befolkningen blir eldre.

Det vises videre at eierskifter ser ut til å ha en positiv effekt på bedriftenes økonomiske aktivitet. Sett under ett har bedrifter med eierskifter en 5 prosent høyere vekst i omsetning og verdiskaping enn bedrifter uten eierskifter. I figuren nedenfor oppsummeres utviklingen for bedrifter med og uten eierskifter.

Figur 14: Effekt av eierskifter i norsk næringsliv (2000-2007). Kilde: Grünfeld med fler (2009)



Bedrifter som får nye personlige eiere gjør det ikke signifikant forskjellig fra bedrifter uten eierskifter. Bedrifter som får utenlandske aktører inn som nye eiere gjør det markant bedre med hensyn til omsetningsvekst, men kan ikke vise til høyere verdiskapingsvekst enn bedrifter uten eierskifter. Slike bedrifter har gjerne hatt høy vekst også før eierskiftet fant sted. Når norske bedrifter overtar eierskapet gjør bedriften det systematisk bedre enn bedrifter som ikke skifter eierskap, ikke minst når det gjelder verdiskaping.

4.5. Finansnæringen, økonomisk vekst og søkemarkeder

Forholdet mellom utviklingen av finanssektoren og økonomisk vekst er et tema som har vært debattert blant forskere innen faget samfunnsøkonomi over lengre tid. Teoretiske modeller viser blant annet at overvåking av bedrifter og eierskapsutøvelse, handel med verdipapirer, diversifisering og styring av risiko, mobilisering og innsamling av kapital, og tilrettelegging av handelen med varer og tjenester er med på å påvirke sparings- og investeringsbeslutninger som igjen påvirker den teknologiske utviklingen og økonomisk vekst.⁷

⁷ Kilder: Tridip Ray, Financial Development and Economic Growth: A Review of Literature og Asli Demirgüç-Kunt og Ross Levine, Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth

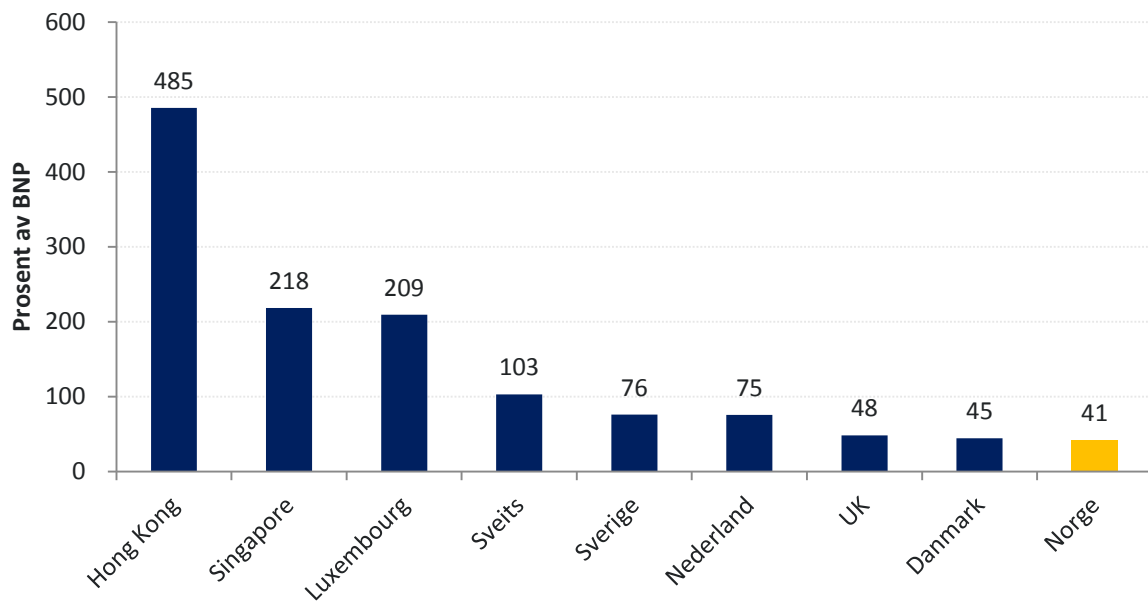
I følge empirisk forskning publisert i de mest anerkjente tidsskriftene som American Economic Review og Quarterly Journal of Economics har kvaliteten på finansielle tjenester en klar og positiv påvirkning på den langsiktige økonomiske veksten. Litteraturen peker på to hovedresultater:

1. Land med bedre utviklede finansielle systemer har en tendens til å vokse raskere enn andre
2. Mer velfungerende finansielle systemer reduserer kapitalbegrensningene som hindrer bedrifter i å ekspandere.

Det finnes ulike metoder for å måle disse sammenhengene og den fremste forskningslitteraturen har vært særlig opptatt av å identifisere i hvilken grad det er en velutviklet finansnæring som øker veksten eller om det er motsatt. Så langt synes kausaliteten å være sterkest retning av at finanssektoren drar veksten og ikke omvendt.

En god indikator for økonomisk vekst, både i mindre og mer utviklede land, er landets evne til å tiltrekke seg utenlandske investeringer. Vi snakker da primært om investeringer som er av en viss størrelse, og som gir investoren en strategisk posisjon i bedriftene. Slike investeringer kalles utenlandske direkte investeringer. I figuren under ser vi at land med store og aktive finansnæringer, som Hong Kong (nå del av Kina), Singapore, Luxemburg, Sveits og Sverige, alle kan vise til betydelige direkte utenlandske investeringer (målt som andel av BNP). Velutviklede finansmarkeder bidrar med andre ord ikke bare til en økning i porteføljeinvesteringer (små investeringer i selskaper på børs), de trekker også opp de mer industrielle og langsiktige investeringene. Slike investeringer har en tendens til å stimulere til økt langsiktig vekst. I figuren under ser vi at Norge i begrenset grad har evnet å tiltrekke seg utenlandske direkte investeringer, særlig sammenlignet med land som er kjent for å besitte en aktiv og velutviklet finansiell sektor. De siste årene har vi derimot sett en sterk økning i den utenlandske investeringsaktiviteten. En stadig større andel av eierskapet på Oslo Børs er utenlandsk, andelen av utenlandsk eierskap i norsk næringsliv (også utenfor børs) har i perioden 2003 til 2009 økt kraftig, og utenlandsk deltakelse i emisjoner har tatt seg kraftig opp. Dette er sannsynligvis et resultat av en mer velutviklet sektor for finansielle tjenester der verdipapirforetakene spiller en sentral rolle.

Figur 15: Lands evne til å tiltrekke seg utenlandske investeringer (beholdning av utenlandske direkteinvesteringer som andel av BNP, 2010). Kilde: World Investment Report 2010, United Nations



Verdipapirforetakene opererer i markeder som adskiller seg fra vanlige vare- og tjenestemarkeder. Dette knytter seg til at aktørene (kjøpere og selgere) i liten grad treffer hverandre i markedet. De må med andre ord finne kanaler å søke seg til hverandre gjennom. Markedet for kjøp og salg av bedrifter er ikke det eneste markedet som preges av slike søkeproblemer eller søkekostnader. Arbeidsmarkedet og eiendomsmarkedet er gode eksempler på markeder som preges av samme problematikk. Fordi søkeprosessen tar tid, skapes det friksjoner som bidrar til at kjøper og selger ofte ikke får gjennomført en transaksjon som de begge ønsker. Dermed faller effektiviteten i markedene og verdiskapingen blir redusert. Problemstillingen er godt kjent og studert blant økonomer og høsten 2010 ble Nobelprisen i økonomi tildelt de tre økonomene Peter Diamond, Dale Mortensen and Christopher Pissarides for deres arbeid med problemer i slike søkemarkeder. De fikk prisen fordi de har vist hvilke typer markedssvikt som oppstår og hvordan man kan iverksette tiltak for å redusere søkekostnader i slike markeder. Prisen er en bekreftelse på omfanget av søkekostnader i slike markeder og behov for velutviklede formidlere (mediators) mellom kjøper og selger for å unngå omfattende markedssvikt og lavere verdiskaping. Ved oppkjøp og sammenslåinger av bedrifter spiller verdipapirforetakene nettopp denne typen formidlerrolle. De har også lenge fylt denne viktige funksjonen i aksje, valuta og obligasjonsmarkedet, men nå har nye markedsplasser gjort det enklere for kjøper og selger å finne hverandre i dette markedet.



Foto: Diamond, Mortensen and Pissarides

5. Er det verdipapirforetakene gjør av høy kvalitet?

Vi analyserer om verdipapirforetakene utfører oppgavene sine på en god måte, og vi finner økt kvalitet på både analyser, formidling og corporate finance tjenester de siste årene. En av indikatorene vi vurderer er norske verdipapirforetaks fremgang i utlandet. For eksempel har 50 prosent av alle internasjonale rigg finansierings prosjekter hatt deltagelse fra norske verdipapirforetak. Den økte kvaliteten har blitt drevet frem av økt internasjonal konkurranse og et strengere regelverk.

5.1. Introduksjon

I forrige kapittel løftet vi fram sentrale trekk som kan illustrere at verdipapirforetakene spiller en viktig rolle for økonomien utover den direkte verdiskaping foretakene selv skaper. I dette kapittelet er vi opptatt av i hvilken grad verdipapirforetakene utfører tjenester som er av høy kvalitet. Dette er gjennomgående et komplisert spørsmål å besvare, fordi tjenestene er mangfoldige og komplekse, ikke minst de tjenestene som sorterer inn under kompetansetunge problemløsningstjenester. Diskusjonen må også ses i lys av den pris som kundene betaler for tjenestene, noe som er tema i neste kapittel. Vi har valgt å belyse kvalitetsspørsmålet fra fem ulike vinkler:

1. Utvikling i utdanningsnivå og FoU-satsning i foretakene. Dette er en indirekte indikator for kvaliteten på tjenestene.
2. Omfang av konkurranse fra de store utenlandske aktørenes aktiviteter i det norske markedet. Med et sterkt innslag av internasjonal tjenesteyting er sannsynligheten stor for at kvaliteten på tjenestene i det norske markedet er på linje med det vi finner i andre store og velutviklede markeder der verdipapirforetak opererer.
3. De norske verdipapirforetakenes evne til å konkurrere om kunder på internasjonale markeder. Dette gir en indikasjon på i hvilken grad de norske aktørene klarer å levere tilstrekkelig gode produkter.
4. Kvalitets økning som følge av økte reguleringskrav og harmonisert lovgivning på verdipapiriområdet.
5. En diskusjon av hvordan analyseproduktene har utviklet seg over tid.

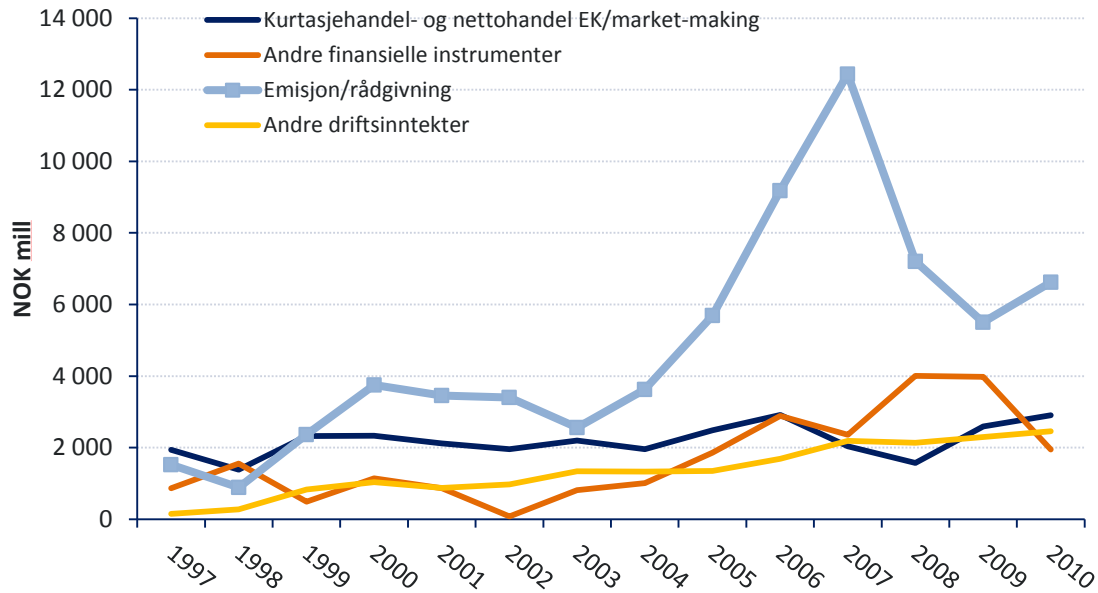
5.2. Verdipapirforetakene: Fra formidling til kompetansetung problemløsning

Norsk økonomi har gjennom de siste tiår vist en imponerende evne til vekst, ikke minst drevet frem av en solid og lønnsom forvaltning av petroleumsformuen. Med høyere vekst og rik tilgang på kapital har etterspørselen etter finansielle tjenester økt kraftig. Denne økningen har slått ut i vekst i form av økt omsetning i nærmest alle deler av finansnæringen. Men samtidig har vi sett en todelt utvikling i tilknytning til finansielle tjenester. En del av tjenestene (finansielle formidlingstjenester) har gjennomgått en dramatisk effektivisering drevet frem av teknologisk innovasjon, primært i tilknytning til digitalisering av tjenestene. Denne typen innovasjon har også drevet frem økt internasjonal konkurranse, ikke minst innen den børsrettede virksomhet som verdipapirforetakene driver, der teknologien eksempelvis muliggjør nye grenseoverskridende markedsplasser. Som et resultat av denne typen innovasjon har vi sett imponerende produktivitetsøkninger innen disse segmentene av næringen. Samtidig har prisene i dette segmentet falt kraftig, noe vi kommer tilbake til i neste kapittel.

Siden årtusenskiftet har problemløsningstjenester (corporate finance) fått en betraktelig mer sentral rolle i verdipapirforetakenes arbeid. I figuren nedenfor viser vi utviklingen i ulike inntektskomponenter i verdipapirforetakene. Her kommer det tydelig frem at tilrettelegging og investeringsrådgivning har fått en mer sentral plass i foretakene. Bare i løpet av en kort tiårsperiode har denne typen tjenester med et tungt

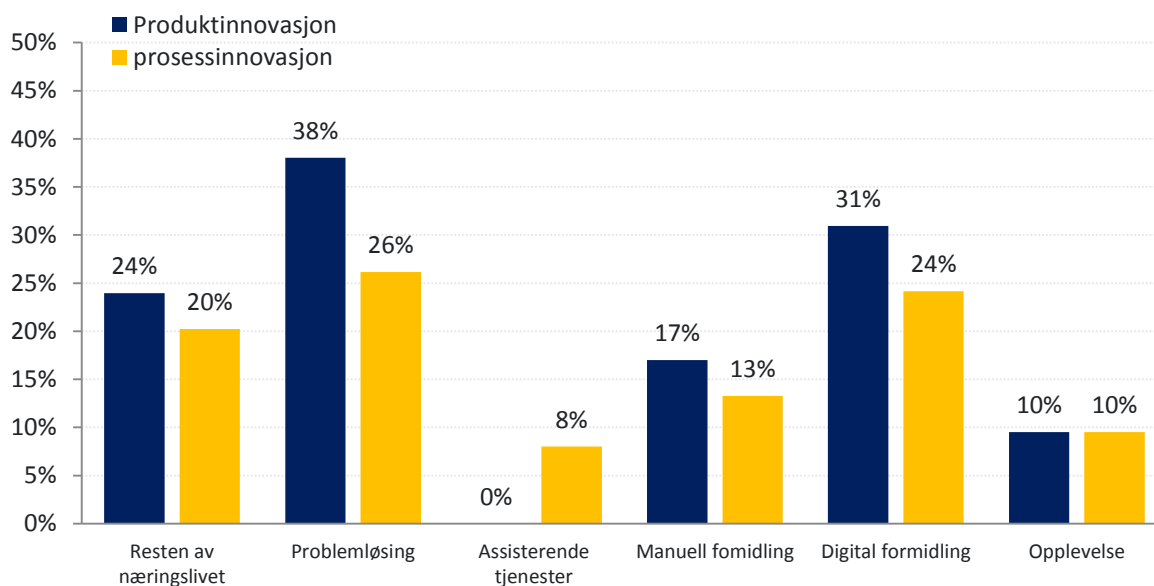
spesialisert kompetanseinnhold gått fra en moderat rolle til å dominere inntektsstrømmene (i denne oversikten har vi holdt inntekter fra handel med rentepapirer og valuta utenfor fordi denne typen handel domineres sterkt av noen få bank-tilknyttede foretak).

Figur 16: Verdipapirforetakenes sammensetning av inntekter og aktivitet over tid



Fra et kvalitetsperspektiv er det viktig å tydeliggjøre at kunnskapsintensive problemløserne øker sin verdiskaping gjennom å utvikle bedre tjenester i tett dialog med kundene. De driver med det man gjerne kaller for kunderettet produkt- og prosessinnovasjon, og det slår ut i økt tjenestekvalitet. Offentlig statistikk klarer ofte ikke å beskrive gevinstene fra denne typen tjenesteforbedringer, for de slår ikke nødvendigvis ut i økte priser eller reduserte kostnader, bare bedre tjenester. I figuren nedenfor ser vi hvor aktive leverandører av problemløsningstjenester er som innovatører i norsk økonomi. Verdipapirforetakene er bedrifter som typisk faller inn i denne kategorien sammen med andre spesialiserte og kunnskapsintensive tjenesteleverandører. De investerer mer i både produktinnovasjon og prosessinnovasjon enn noen annen del av næringslivet. Dataene er hentet fra SSBs innovasjonsundersøkelse og er systematisert i Menon (2010) som kartlegger innovasjon i ulike tjenestenæringer.

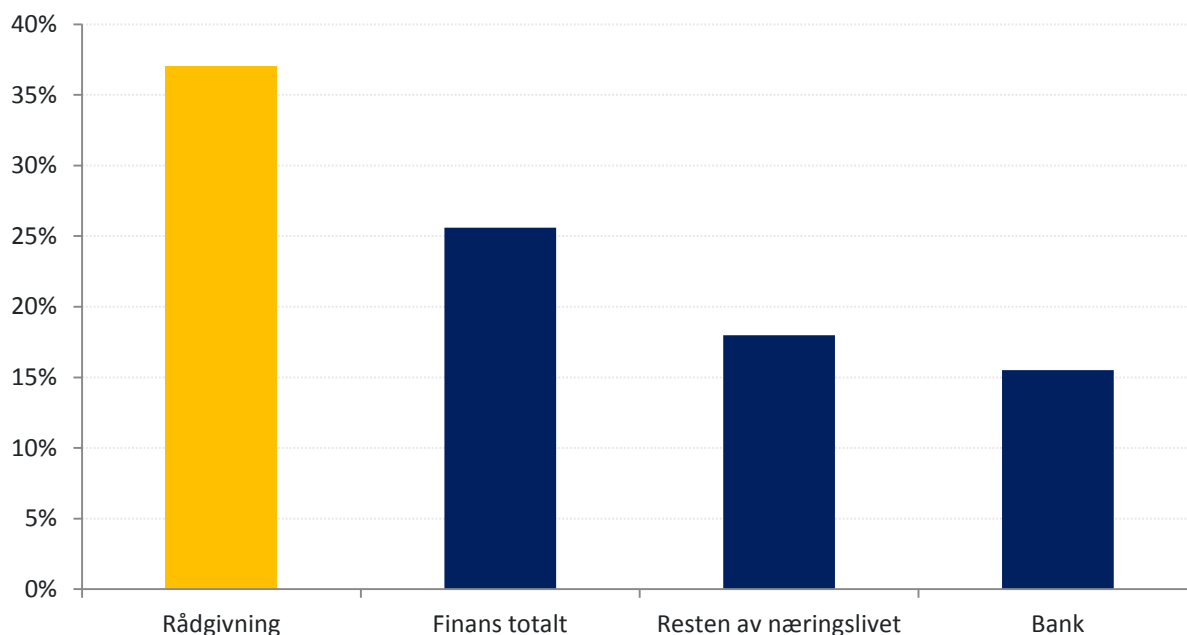
Figur 17: Innovasjonsaktiviteten til ulike typer tjenesteleverandører i norsk næringsliv (2008).
Kilde: Innovasjonsundersøkelsen til Statistisk sentralbyrå og Menon (2010): «Innovasjon i tjenester»



Det er et helt sentralt poeng at man fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er særlig opptatt av hvordan verdier skapes gjennom å øke produktivitet og konsumentoverskudd (kundenytte). Konsumentoverskuddet er sterkt drevet av tjenestenes kvalitet.

Evne til å skape økt kvalitet er også betinget av aktørenes kunnskaps- eller utdanningsnivå. I figuren nedenfor presenterer vi utdanningsnivået i segmentet for verdipapirforetak og andre leverandører av finansielle rådgivningstjenester sett opp mot andre deler av næringslivet. Tallene er hentete fra SSBs databaser der man kobler informasjon om alle ansattes utdanningsbakgrunn med bedriftene de er sysselsatt i (se Menon 2011a for mer om disse tallene). Søylene viser andelen av de ansatte med utdanning på masternivå eller høyere. Bildet vider med all tydelighet at denne bransjen stiller høye kompetansekrav. Sammenlignet med finansnæringen totalt og næringslivet ellers er foretakene svært kunnskapsintensive.

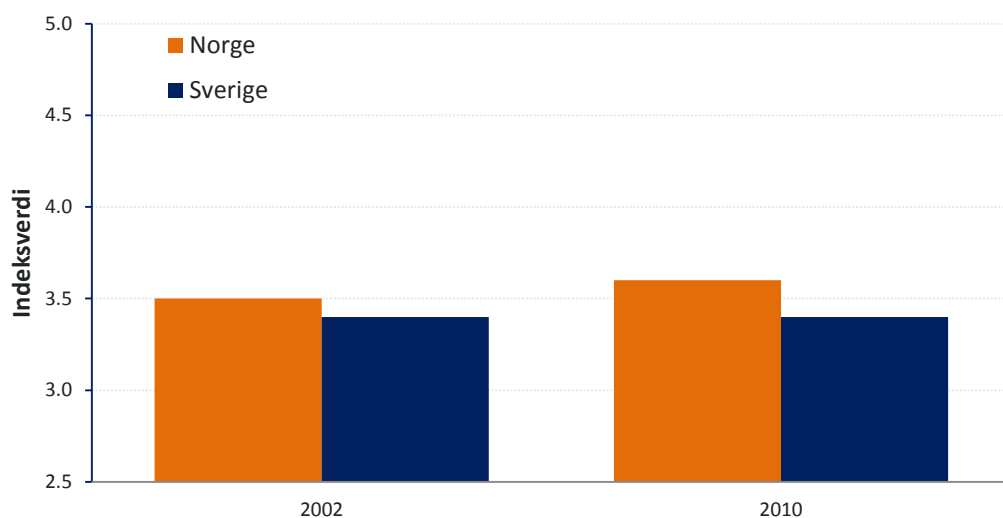
Figur 18: Andel av ansatte med høyere utdanning innen finansiell rådgivning, bank, finans totalt og resten av næringslivet. Kilde: Menon 2011: «En kunnskapsbasert finansnæring»



Det er også slik at man over tid har sett en sterkere økning i kompetanseintensiteten i finansnæringen enn i andre deler av næringslivet, noe som bekrefter den dreining man har sett i retning av mer kompetanetunge problemløsningstjenester som preger bransjen.

En sentral kilde til kvalitetsvurdering er Prosperas kartlegging av kvaliteten i tjenestene som leveres av ulike verdipapirforetak i de nordiske landene. Denne undersøkelsen måler kundetilfredshet systematisk over tid og over land og rangerer de ulike aktørene på en skala fra 1 til 5 (5 er beste score). I figuren ser vi at kvalitetsvurderingene ligger noe høyere i Norge enn i Sverige, noe som indikerer at de norske verdipapirforetakene er konkurransedyktige på kvalitet i en nordisk kontekst. Ser vi på utviklingen over tid, så trekker den i retning av en svak forbedring i kvalitet. Det er viktig å bemerke at analyser som dette har en tendens til å viske ut variasjoner over tid. Årsaken til det er at man gjerne fokuserer sterkest på relativ kvalitet mellom foretakene i hvert land og en får dermed en tendens til svarkonvergens.

Figur 19: Score for hele næringen (gjennomsnitt for samtlige foretak som ble evaluert) i Norge og Sverige i 2002 og 2010. Kilde: Prospera

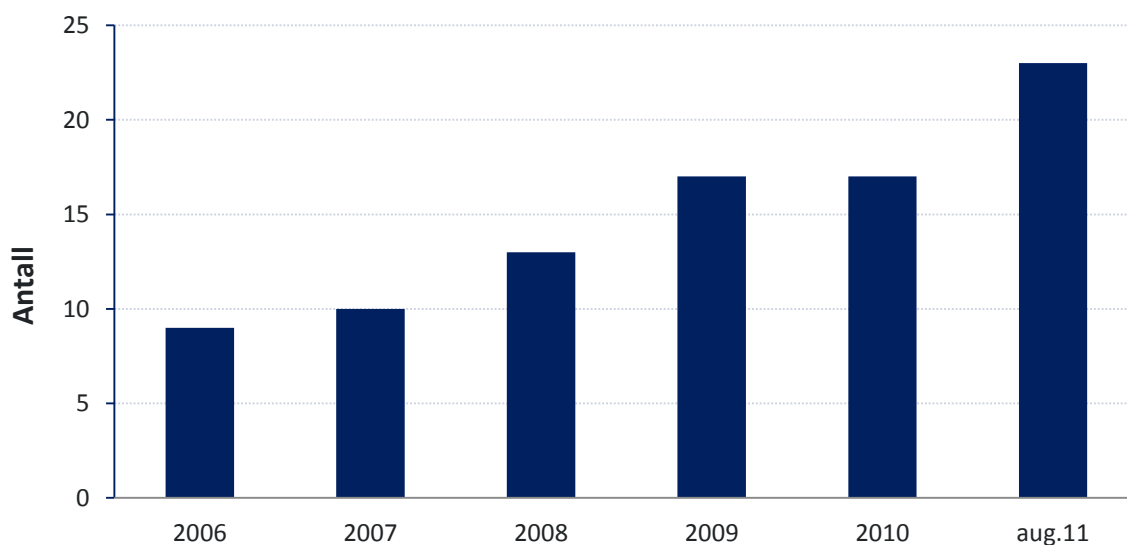


5.3. Internasjonal konkurranse som kvalitetsindikator

Kvalitet på tjenestene, og her tenker vi primært på kompetansetunge corporate finance tjenester, er gjerne sterkt styrt av hvor intens konkurransen er i en næring. Gjennom økt konkurranse, ikke minst internasjonal konkurranse, vil tilbyderne legge mer innsats i arbeidet for å vinne konkurransen. I tillegg fører ofte sterkere konkurranse til økt læring mellom tilbyderne. I samtale med to større brukere av corporate finance tjenester blir det tydelig vektlagt at den sterkere tilstedeværelsen av både nordiske og internasjonale investeringsbanker i Norge har satt nye standarder for hvordan emisjons og M&A-arbeidet struktureres og gjennomføres i alle verdipapirforetak her i landet. På denne måten øker kvaliteten kontinuerlig.

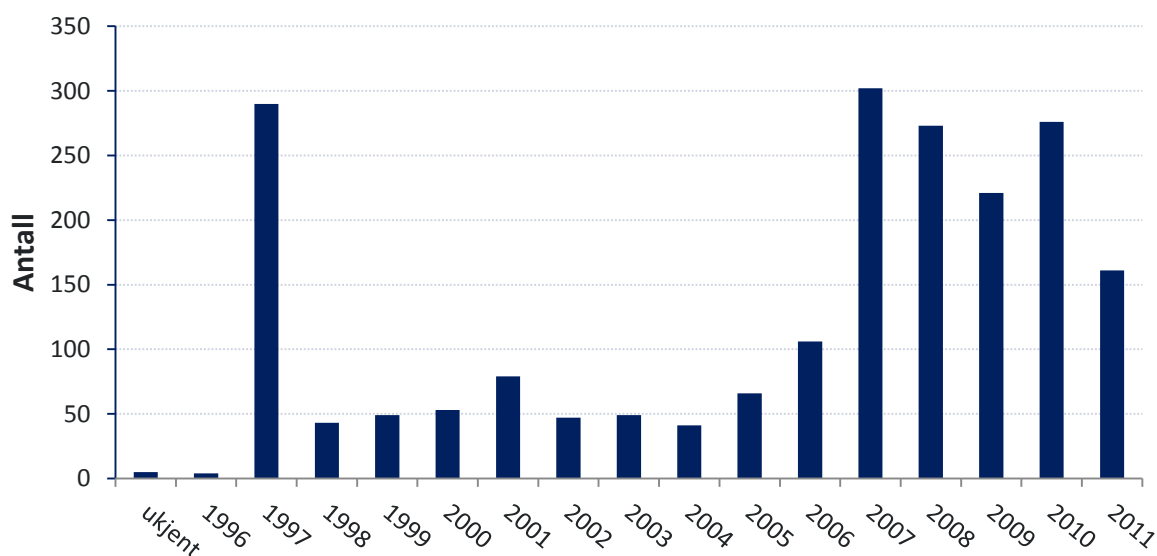
Konkurransen fra internasjonale aktører har økt kraftig. Fra 2007 til august 2011 har antallet utenlandske verdipapirforetak som har registrert filial i Norge økt fra 10 til 23. Dette er mer enn en dobling på få år, se figur 21.

Figur 20: Antall filialer av utenlandske verdipapirforetak i Norge. Utvikling over tid. Kilde: Finanstilsynet.



Pr august 2011 har også 2065 utenlandske verdipapirforetak meldt grensekryssende virksomhet inn til Norge, se figur 21.⁸ I 2010 meldte 276 nye foretak at de drev grensekryssende investeringstjenestevirksomhet inn til Norge. Det vil si at i 2010 var det minst så mange utenlandske aktører som var aktive her i landet. Trenden med nyregistreringer av utenlandske aktører med slik grensekryssende aktivitet har vært relativt stabil i perioden etter 2007, noe som indikerer at den utenlandske aktiviteten har vært høy selv gjennom finanskrisen. Dette er et tydelig tegn på at konkurransen fra utlandet er sterk.

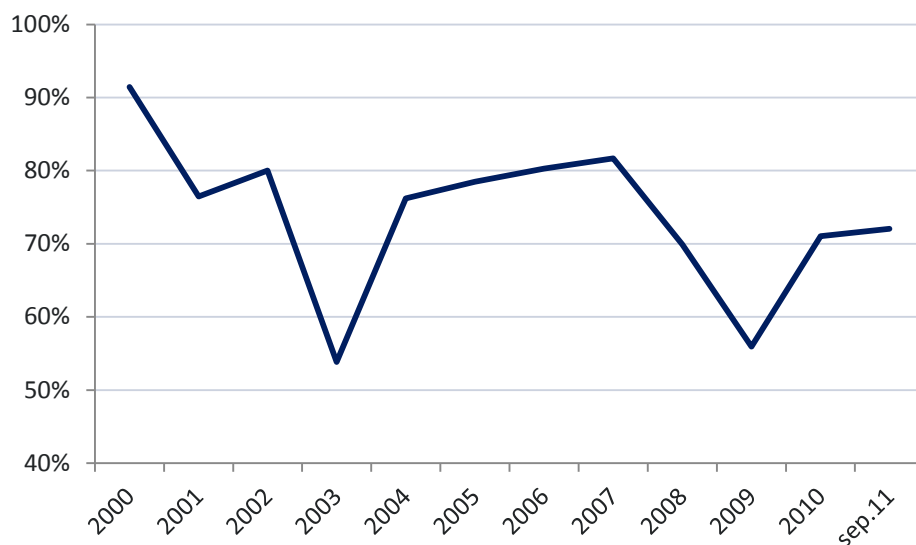
Figur 21: Antall utenlandske verdipapirforetak som har meldt grensekryssende investeringstjenestevirksomhet inn til Norge. Kilde: Finanstilsynet.



For å tydeliggjøre og nyansere bildet av den internasjonale konkurransen på det norske markedet for corporate finance-tjenester har vi i samarbeid med Arctic Securities gått gjennom alle oppkjøp og sammenslåinger der minst en av enten selger, kjøper eller salgsobjekt er norsk. Dette er et omfattende kartleggingsarbeid og en analyse av denne typen er oss bekjent ikke utført tidligere. Analysen viser at utenlandske tilretteleggere er involvert i en svært høy andel av transaksjonene der det er involvert norske interessenter. Vi finner også at andelen utenlandske tilretteleggere synker i nedgangskonjunkturer. Da uteblir gjerne de store transaksjonene, og de utenlandske tilretteleggerne trekker seg ut. Figur 22 illustrerer godt hvor omfattende den internasjonale konkurransen er i det norske markedet.

⁸ Dette antallet kan være noe misvisende da det bare må registreres første gang et foretak driver grensekryssende investeringstjenestevirksomhet i Norge. Det vil si at en endring av totalt antall foretak i denne statistikken ikke nødvendigvis betyr en endring av antallet utenlandske aktører i det norske markedet.

Figur 22: Andel av norske M&A transaksjoner som utenlandske rådgivere er involvert. For å bli registrert som norsk M&A transaksjon må kjøper, selger eller det aktuelle foretaket være lokalisert i Norge. Kilde: Menon, Arctic Securities og Merger Market



5.4. Norske tilretteleggeres aktiviteter utenfor Norge

En annen viktig indikator på kvalitet hos norske verdipapirforetak er deres evne til å konkurrere i utenlandske kapitalmarkeder. Det å slå seg opp som en liten aktør med avanserte finansielle tjenester i et stort internasjonalt kapitalmarked der høy plasseringsevne står helt sentralt, er ikke mindre enn imponerende og er et vitnesbyrd om høy kvalitet på tjenestene. Eksempelet fra forrige kapittel der vi omtalte emisjonen for Pacific Drilling er et godt eksempel på at norske verdipapirforetak i økende grad evner å betjene transaksjoner med få direkte koblinger til norsk næringsliv.

Det er nå en rekke norske verdipapirforetak som tilbyr sine tjenester til utenlandske kunder fra sine kontorer i utlandet, blant annet DnB Markets, Pareto Securities, AGB Sundal Collier, RS Platou Markets og Arctic Securities. Kontorene er opprettet i viktige byer for internasjonalt næringsliv som Stockholm, London, New York, Singapore, Shanghai, København, Frankfurt og Rio de Janeiro og de er i stor grad relatert til de næringene der Norge har sterke internasjonale posisjoner som shipping, olje service, offshore leverandørindustri og energi. Utekontorene tilbyr investeringstjenester, inkludert rådgivning innenfor fusjoner og oppkjøp, og ikke minst tilgang til internasjonale kapitalmarkeder.

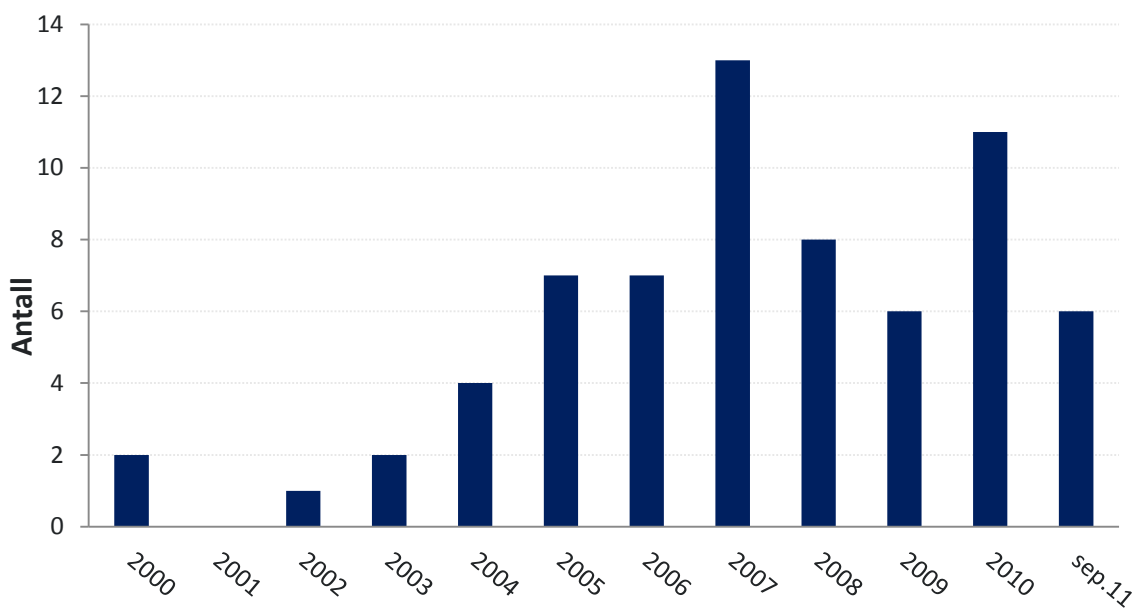
I tillegg til å opprette filialer ute, kan foretak med konsesjon for å drive med investeringstjenester i det norske markedet drive grensekryssende virksomhet i hele EØS-området. Slik aktivitet må meldes inn til det norske Finanstilsynet. Foretakene kan ha internasjonale kunder uten å melde om grensekryssende virksomhet, men dersom de ønsker å ta initiativ for å skaffe seg internasjonale kunder må de melde fra. Finanstilsynet har ikke offentliggjort listen i skrivende stund, men de arbeider med saken.

At norske verdipapirforetak etablerer utekontorer i økende tempo er en god indikator på at de forsøker å utnytte sitt potensiale gjennom å levere tjenester av høy kvalitet, men vi vet lite om omfanget på aktiviteten. Data for internasjonale oppkjøp og sammenslåinger kan gi oss en indikasjon på om de norske verdipapirforetakene hevder seg i den internasjonale konkurransen. Basert på analyser av M&A-aktivitet utført i samarbeid med Arctic Securities har vi kartlagt norske verdipapirforetak i løpet av en tiårsperiode som har vært involvert i M&A transaksjoner der ingen av partene (hverken kjøper, selger eller salgshenhet) er lokalisert i

Norge. Stort sett er dette snakk om transaksjoner der en av partene kommer fra andre nordiske land. Til sammen har vi identifisert 67 slike transaksjoner.

Figur 23 viser utviklingen i antallet transaksjoner der de norske verdipapirforetakene er finansiell rådgiver og der ingen av partene er norske (hverken kjøper, selger eller det aktuelle foretaket). Det er AGB Sundal Collier, DnB Markets, Arctic Securities, Pareto Securities eller Fearnley Fonds som er involvert som finansiell rådgiver for en av partene. Foretak som Carnegie og SEB Enskilda er regnet som svenske verdipapirforetak, jfr. diskusjonen i kapittel 2.4.⁹ ABG Sundal Collier er involvert i 43 av disse transaksjonene, hovedsakelig i det svenske markedet.

Figur 23: Utenlandske M&A transaksjoner der norske meglere er involvert, og hverken kjøper, selger eller det aktuelle foretaket er norsk. Kilde: Menon, Arctic Securities og Merger Market



Utviklingen i M&A-aktivitet utenfor Norge viser med tydelighet at norske verdipapirforetak i økende grad betjener rene utenlandske markeder. I denne sammenheng er det verd å merke seg at aktiviteten tok seg kraftig opp i 2010 til tross for at finanskrisen fortsatt preget markedene for oppkjøp og sammenslåinger sterkt. Dette indikerer at de norske verdipapirforetakene klarer å konkurrere på internasjonale markeder.

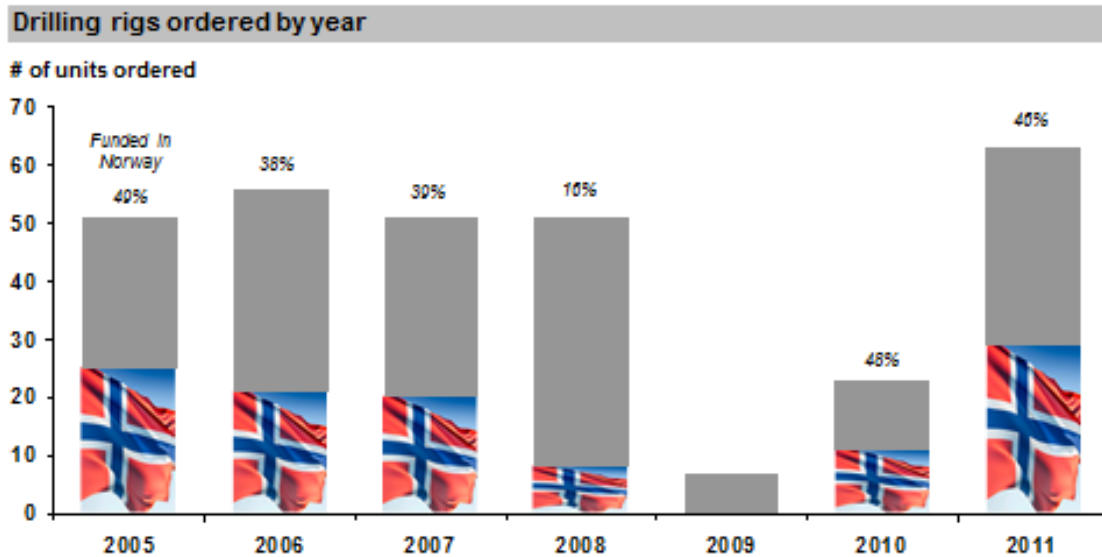
Rigg-markedet er et godt eksempel på norske tilretteleggeres sterke rolle på internasjonale markeder. I 2010 og 2011 ble nærmere 50 prosent av alle rigg-prosjekter globalt finansiert gjennom aktører med tilhold i Norge. Dette er illustrert i figuren nedenfor. En så dominerende posisjon er et tydelig signal om at norske tilretteleggere for finansiering av offshorerelaterte prosjekter besitter en helt unik spesialkompetanse og et godt utviklet kundenettverk som er interessert i å finansiere denne typen prosjekter.

⁹ Skillet mellom utenlandske og norske verdipapirforetak er ikke uproblematisk i praksis. For eksempel er verdipapirforetaket First Securities eid av Swedbank (heleid siden våren 2011), men foretaket er registrert som norsk verdipapirforetak og tilbyr investeringstjenester hovedsakelig til det norske markedet. Carnegie Investment Bank AB Norway Branch er en filial av et utenlandsk verdipapirforetak, men Carnegie ASA er et norskregistrert verdipapirforetak. DnB er et norsk foretak, og på tross av betydelig aktivitet i utlandet tilbys investeringstjenestene hovedsakelig til det norske markedet.

Norske verdipapirforetaks uteetableringer og aktiviteter ute har gjennomgående også styrket deres plasseringsevne ved at kundenettverkene har blitt utvidet. Ved å jobbe mer aktivt, systematisk og direkte med store finansielle investorer i utlandet har interessen for å delta i norske egenkapitalemisjoner, obligasjonsutstedelser og børsintroduksjoner økt betraktelig.

Figur 24: Finansiering av oljerigger globalt: Andel som er finansiert gjennom aktører i Norge. Kilde: Pareto Research

Every second rig order has been funded in Norway

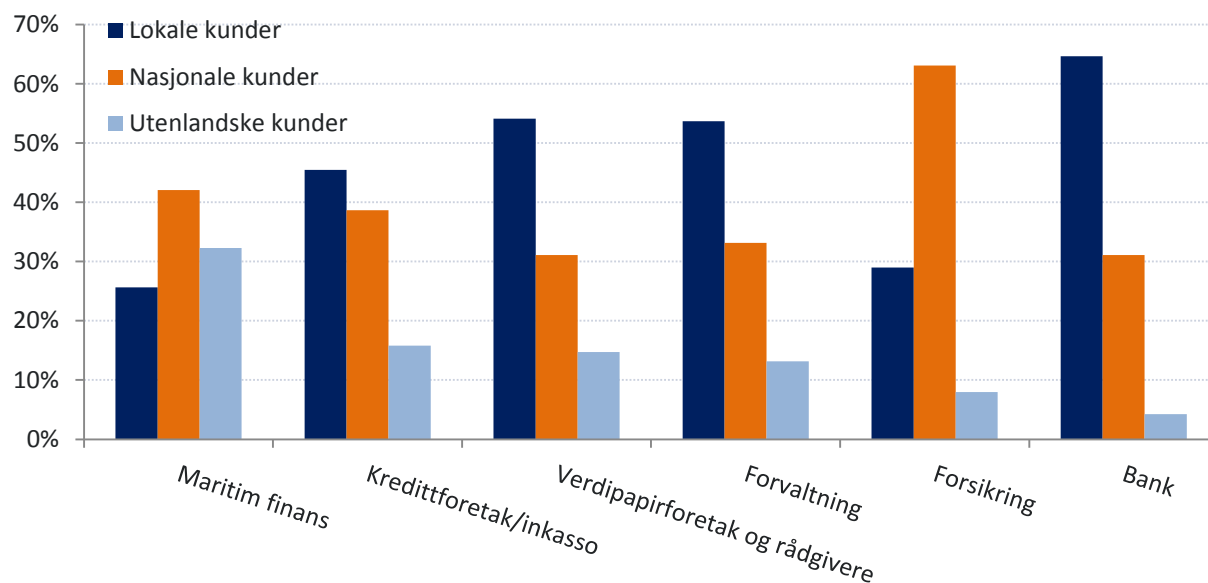


Source: ODS Petrodata / Pareto Research

Pareto Securities 3

Det sterke fokuset på internasjonale kunder blir også bekreftet i studien “En kunnskapsbasert finansnæring” der bransjen som dekker verdipapirforetak/finansielle rådgivere viser relativt høy satsning mot utenlandske kunder. I denne undersøkelsen har vi også skilt ut de tjenesteleverandørene som fokuserer på finansielle tjenester til maritim og offshore-næringen. Som vist i figur 25 er disse klart mest fokusert på internasjonale markeder.

Figur 25: Norske bedrifter innen finans og deres fokus på ulike typer kunder (hovedfokus). Kilde: Menon (2011): «En kunnskapsbasert finansnæring»



5.4.1. Norsk eksport av kunnskapsintensive finanstjenester: Emisjon for Pacific Drilling

Selskapet Pacific Drilling har i utgangspunktet lite med Norge å gjøre. Offshore boreselskapet er basert i Houston, det er eid av en israeler og opererer tre boreskip med aktiviteter i Nigeria og Brasil. I forbindelse med bestilling av nye skip var det behov for å hente inn 600 millioner dollar i ny egenkapital, og Pacific valgte Pareto Securities som tilrettelegger sammen med DnB Markets, Platou Securities og Enskilda. Med andre ord en ren norsk løsning. Det er tydelig at Pacific Drilling betraktet den norske kompetansen og de nettverk som norske tilretteleggere besitter som svært konkurransedyktig.

Ettersom norske verdipapirforetak i økende grad etablerer kontorer i utlandet åpner det seg muligheter for å betjene utenlandske selskaper med tilretteleggingstjenester, og denne emisjonen er et glitrende eksempel på at de får det til. Et selskap som Pareto Securities henter en økende andel av sine oppdrag gjennom kontorene i Singapore. I april 2011 valgte Pacific Drilling å registrere seg på OTC-listen og fikk dermed tettere kontakt med et vitalt marked for kapital knyttet til finansiering av offshore petroleumsnæringen.

En hovedårsak til at utenlandske offshore-bedrifter (og ikke minst rigg-selskaper) velger å la seg notere i Norge er at dette markedet er et globalt sentrum for finansiering av store investeringsprosjekter. Spesialiserte tjenesteleverandører i denne næringen har store og globale nettverk, og verdipapirforetakene er intet unntak i denne sammenhengen. I den nevnte emisjonen for Pacific Drilling ble 70 prosent av kapitalen hentet inn fra utenlandske investorer. Vi snakker med andre ord om norske tilretteleggere som henter inn utenlandsk kapital til utenlandske selskaper.

Ole Henrik Bjørge i Pareto Securities peker på tre sentrale årsaker til at norske tilretteleggere blir foretrukket i slike transaksjoner. For det første besitter de et internasjonalt nettverk av investorer som er unikt, noe som sikrer solid plasseringsevne. For det andre blir norske tilretteleggere sett på som fleksible og tilpasningsdyktige. De får gjort jobben raskt og på riktig måte. For det tredje gir han norske reguleringsmyndigheter ros for høy kompetanse og effektivitet. I motsetning til USA hvor de regulatoriske kravene er svært omfattende og

stivbente klarer norske myndigheter å håndtere transaksjonsspørsmål mer effektivt. I denne sammenheng trekkes særlig Finanstilsynet frem som et godt eksempel. Til sammen bidrar dette til at norske verdipapirforetak i mange sammenhenger klarer å konkurrere med aktører som Goldman Sachs og Morgan Stanley, og særlig i næringssegmenter der Norge står sterkt som Oil services, shipping, sjømat og oljeutvinning (E&P).

5.5. Kvalitet drevet frem gjennom regulering av bransjen

Kvalitet påvirkes også delvis gjennom offentlig politikk og utforming av lover. I EU har det det siste tiåret funnet sted en dramatisk omlegging av lovgivning og reguleringsregime rettet mot verdipapirmarkedene og verdipapirforetakene. Disse endringene har stilt helt nye krav til foretakenes kompetanse og arbeidsrutiner, som igjen har bidratt til å øke kvaliteten på tjenestene som leveres.

Verdipapirforetakene må forholde seg til et stort antall reguleringer og et krevende lovverk. De viktigste reguleringene er tatt inn i Verdipapirhandelloven og Verdipapirforskriften. De siste tiårene har det aller meste av endringer i lovverk og regulering blitt drevet frem av endringer i EU, der en stor andel av all lovgivning retter seg nettopp mot finansnæringen. Dette har dels årsak i at innføringen av euroen i 1999 synliggjorde at det var vesentlige svakheter ved det indre markedet for finansielle tjenester, ettersom viktige sider av finansmarkedet falt utenfor det harmoniserte regelverket. Svakheterne ble tydeliggjort på en annen måte enn tidligere da man gikk fra 12 valutaer til én fellesvaluta innen eurosonen. Felles valuta var den direkte foranledningen til at EU-kommisjonen 11. mai 1999 vedtok sin "Financial Services Action Plan" ("FSAP"). FSAP har vært en svært ambisiøs handlingsplan som tok sikte på å skape ett felles finansmarked i EU/EØS. I handlingsplanen ble det lansert 42 konkrete regelverksinitiativ som i stor grad berører de aktivitetene som verdipapirforetakene utfører. Det mest sentrale FSAP direktivet er MiFID ("Markets in Financial Instruments Directive" – MiFID) som trådte i kraft i norsk lovgivning 1. november 2007. MiFID harmoniserer reguleringen av investeringstjenester i EU/EØS området. Ett av formålene med direktivet er å øke konkurransen i markedet for investeringstjenester, blant annet ved at verdipapirforetak med konsesjon i ett EU/EØS land kan drive grensekryssende virksomhet i andre EU/EØS land. Et annet formål med direktivet er å bedre beskyttelsen av investorene, for eksempel ved at alle kunder som handler finansielle instrumenter klassifiseres etter nærmere bestemte kriterier. Direktivet stiller ulike krav til informasjon og rådgivning avhengig av med kundens profesjonalitet, og regelverket kommer særlig uerfarne investorer til gode. MiFID er nedfelt i Verdipapirhandelloven. Andre sentrale direktiver utviklet under denne planen er markedsmissbrukdirektivet (som innførte harmoniserte regler om markedsmanipulasjon og innsiddehandel), rapporteringsdirektivet (som innførte felles regler om utsteders periodiske rapporteringsplikter), et nytt prospektivdirektiv og et nytt direktiv om overtakelsestilbud. I tillegg til de nye direktivene har man fra EUs side etablert et omfattende samarbeid mellom europeiske tilsynsmyndigheter i regi av ESMA (European Securities and Markets Authority).

Det var opprinnelig lagt opp til at gjennomføringen av MiFID skulle være den siste byggeklossen for å gjennomføre de ambisiøse planene i FSAP. Både næringen, lovgivere og tilsynsmyndigheter opplevde nok en viss regelretthet etter å ha gjennomført de omfattende FSAP-direktivene i løpet av relativt få år. Med finanskrisen har man nå fått utløst et nytt og omfattende regelverksarbeid fra EUs side. Samlet sett innebærer endringene at samarbeidet blir dypere enn tidligere og forhold som allerede er regulert vil bli gjenstand for mer detaljert og harmonisert lovgivning. For det andre vil samarbeidet bli bredere enn tidligere, dvs. at nye områder vil bli gjort gjenstand for harmoniserende fellesskapslovgivning.

I kjølvannet av finanskrisen har EU iverksatt et omfattende reformarbeid på verdipapirområdet. Dette gjelder nye tiltak for reguleringen av verdipapirmarkedet og utstederne av aksjer og obligasjoner, herunder strengere

regler om innsidehandel og markedsmanipulasjon og nye rapporteringskrav ved handel i derivater. Videre er det vedtatt/i ferd med å vedtas nye krav til tjenesteyterne på verdipapirmarkedet, herunder verdipapirforetakene (gjennom endringer i MiFID), forvaltningsselskaper for verdipapirfond (gjennom "UCITS IV" direktivet) og nye regler om forvaltere av alternative investeringsfond (gjennom vedtakelsen av "Alternative Investment Fund Manager Directive"). De mest omfattende reformene vil imidlertid komme innen regulering av finansiell infrastruktur, et område hvor EU før finanskrisen ikke hadde særlig fokus. Det vil innføres en ny forordning om derivatmarkedene (omtales som "EMIR"), et nytt verdipapirdirektiv som bl.a. vil regulere konsekvensene av å eie verdipapirer gjennom forvalter og et nytt direktiv om verdipapirregistre.

5.6. Kvalitet på analyser

Analytikerne i verdipapirforetakene har en viktig rolle som kunnskapsprodusent for kundene og de andre ansatte. På regelmessig basis utarbeider analytikerne i verdipapirforetakene analyser av selskaper på børs, industrisektorer, og land (makro). De store aktørene tilbyr sine kunder omfangsrike databaser som inneholder alt analysemateriale langt tilbake i tid, og som tillater sammenligninger av selskap langs en rekke dimensjoner. Denne typen databaser begynte å dukke opp rett før årtusenskiftet og de har utviklet seg i et rivende tempo mht. omfang, brukervennlighet, analysemuligheter etc. Slike online-løsninger gjør det også mulig for kundene å foreta egne analyser av selskaper og sektorer innenfor plattformen som verdipapirforetakene tilbyr. De store bankene tilbyr også slike løsninger rettet mot analyser av rente-, valuta- og råvaremarkedet. Innføringen av online-løsninger for analyseprodukter er sannsynligvis den viktigste kvalitetsforbedringen som har funnet sted gjennom det seneste tiåret, men på ingen måte den eneste endringen.

Det er vanskelig å fremskaffe data som kartlegger utviklingen i antall analytikere i verdipapirforetakene over tid, men det er ingen grunn til å betvile at antallet analytikere har økt kraftig, og dels har dette bidratt til at analytikerne har blitt mer spesialiserte. De konsentrerer seg i større grad om en eller noen få industrier, men har samtidig gjerne bedre kompetanse på de utvalgte områdene i et nordisk eller internasjonalt perspektiv. De store nordiske aktørene har i større grad mulighet til å operere med analyseteam som har tung nordisk kompetanse.

På grunn av større analyseressurser har mange av foretakene gjennom de seneste årene dekket et større antall børsnoterte selskap i analysene sine. De har også tilbudt hyppigere analyseoppdateringer på hvert enkelt selskap. Kundene får med andre ord tilgang på mer og hyppigere informasjon. Investorene vi har vært i kontakt med peker på problemer knyttet til informasjonsvolum. Som kunde har investorene behov for kortfattet og vesentlig informasjon, og i likhet med utviklingen i standarder for emisjonsprospekter og børsintroduksjonsdokumenter, har mange analyser fått preg av for mye standardisert informasjon. Dermed faller brukervennligheten. Analytikerne har forsøkt å korrigere for dette ved å holde tettere kontakt med kundene gjennom ulike kommunikasjonskanaler. Kundene vi har vært i kontakt med peker på at analytikerne nå er mer fokusert på å formidle fortettet informasjon på løpende basis.

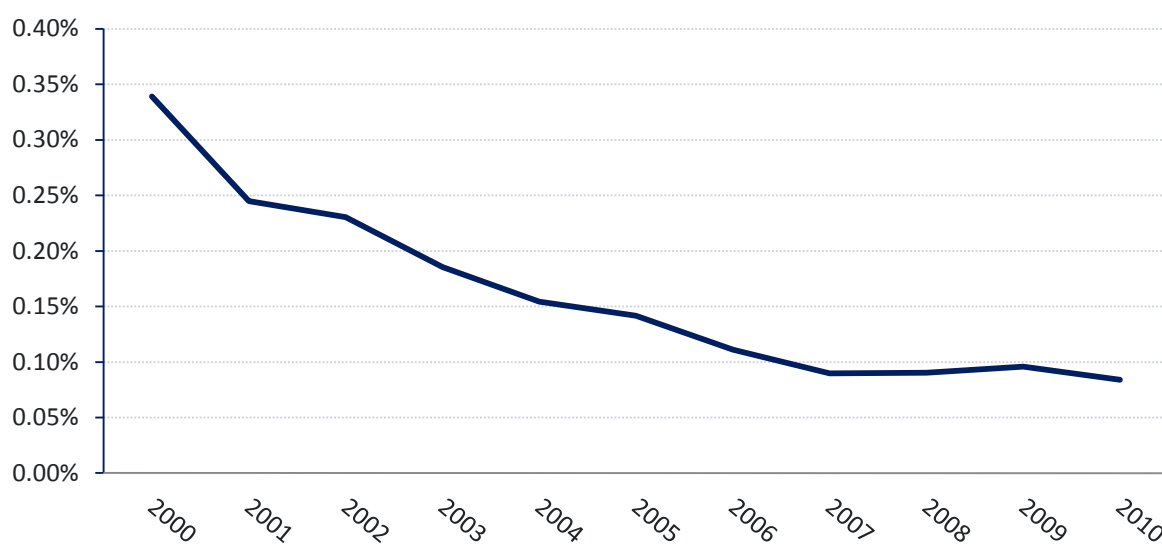
6. Utfører verdipapirforetakene tjenestene til riktig pris?

Formidlingstjenester har hatt et dramatisk prisfall de siste årene på grunn av hard utenlandsk konkurranse og teknologisk utvikling som har redusert kostnadene pr transaksjon betydelig. Innen M&A er det også sterk utenlandsk konkurranse, det er med utenlandske rådgivere i minst 75 prosent av transaksjonene. Prisen på M&A transaksjoner går fra 1 prosent på store transaksjoner til 5 prosent på små transaksjoner. Hard konkurranse fra utlandet, mye arbeid og mange «dead ends» gjør at disse tjenestene synes riktig priset. Ser vi på prisingen av kapitalinnhenting så ligger fremmedkapitaltransaksjonene på 0 til 2 prosent og egenkapitaltransaksjonene på 2 til 4 prosent. Høy prising her kan blant annet forklares med betydningen av leverandørens plasseringsevne, markedsstandard og mye arbeid med prospekter.

6.1. Pris og konkurranse innen formidlingstjenester/megling

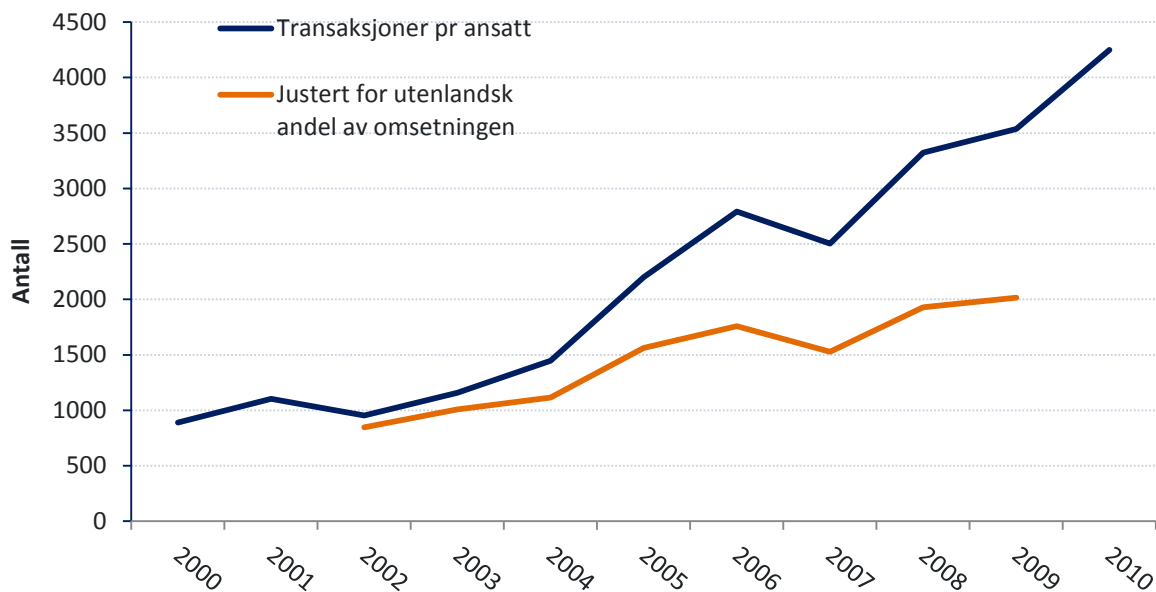
Prisene på meglertjenester i bransjen (formidlingstjenester) har falt dramatisk de siste ti årene. Dette kan best illustreres ved å se på verdipapirforetakenes kurtasjeinntekter fra handel med egenkapital fordelt på antall egenkapitaltransaksjoner på Oslo Børs, se figur 27. Beregnet på denne måten har den gjennomsnittlige kurtasjeprisen falt fra 0,34 prosent av transaksjonsverdien i 2000 til 0,08 prosent i 2010. Dette er et prisfall på mer enn 75 prosent, noe som har hatt en dramatisk innvirkning på foretakenes evne til å avlønne de ansatte innen dette området.

Figur 26: Verdipapirforetakenes kurtasjeinntekter fra egenkapital fordelt på antall egenkapitaltransaksjoner på Oslo Børs. Kilde: Finanstilsynet og Oslo Børs.



Samtidig som prisene har falt så kraftig, har vi sett en økning i produktiviteten i formidlingstjenestene som kan være med på å forklare prisfallet. Dette illustrerer vi ved å se på antall transaksjoner på Oslo Børs fordelt på antall ansatte i verdipapirforetakene. Fordi utenlandske verdipapirforetak står for en økende andel av omsetningen på Oslo Børs, har vi valgt å justere for dette. Figur 27 viser økningen i produktivitet, fra 847 transaksjoner per ansatt i 2002 til 2 015 transaksjoner per ansatt i 2009. Produktivitetsøkningen har med andre ord vært på hele 138 % over syv år. Prisfallet har dog vært betydelig kraftigere enn produktivitetsveksten, noe som indikerer at konkurransen har blitt sterkere over tid. Resultatet av dette blir at de ansatte oppnår lavere lønninger.

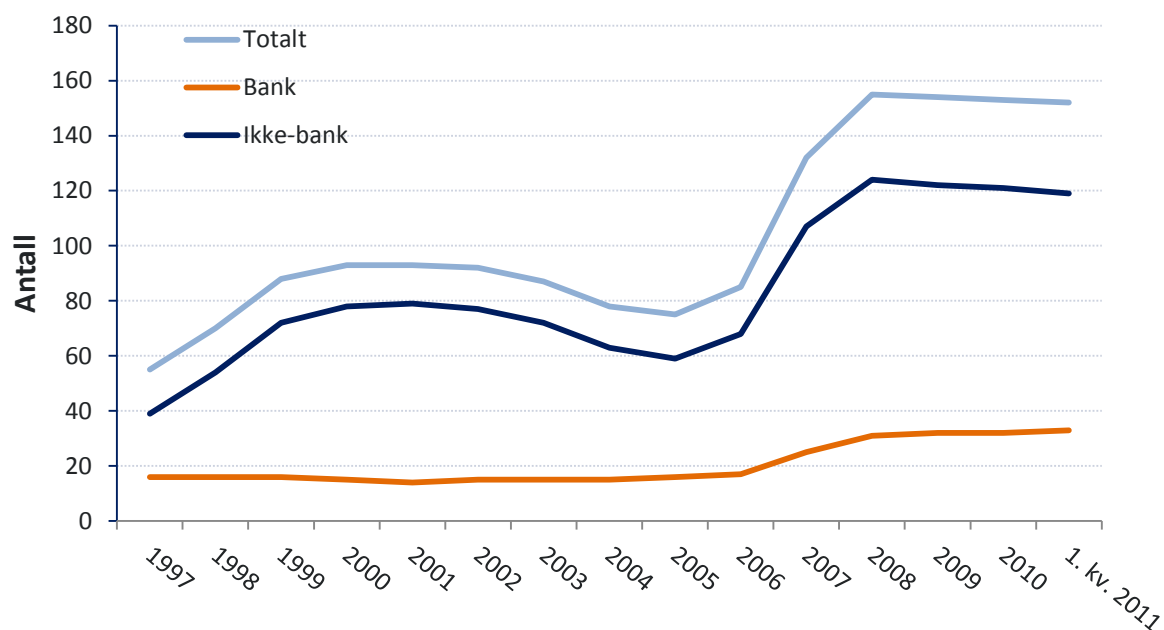
Figur 27: Produktivitet i formidlingstjenester. Antall egenkapitaltransaksjoner på Oslo Børs pr ansatt i verdipapirforetakene. Rød linje er justert for utenlandske verdipapirforetaks andel av omsetningen på Oslo Børs. Kilde: Oslo Børs og Finanstilsynet.



De viktigste driverne bak denne utviklingen er teknologisk innovasjon i formidlingstjenestene og økt konkurranse både fra tradisjonelle konkurrenter og fra internett- og algoritmebaserte løsninger. I det siste har verdipapirforetakene tilbudt større kunder å benytte DMA-løsninger (Direct Market Access). Kundene får mulighet til å legge inn ordre direkte på børsen gjennom verdipapirforetakenes handelssystem uten at en megler er fysisk involvert. Honoraret for denne formen for handel kommer fort ned i 0,2-0,3 promille av transaksjonsverdien.

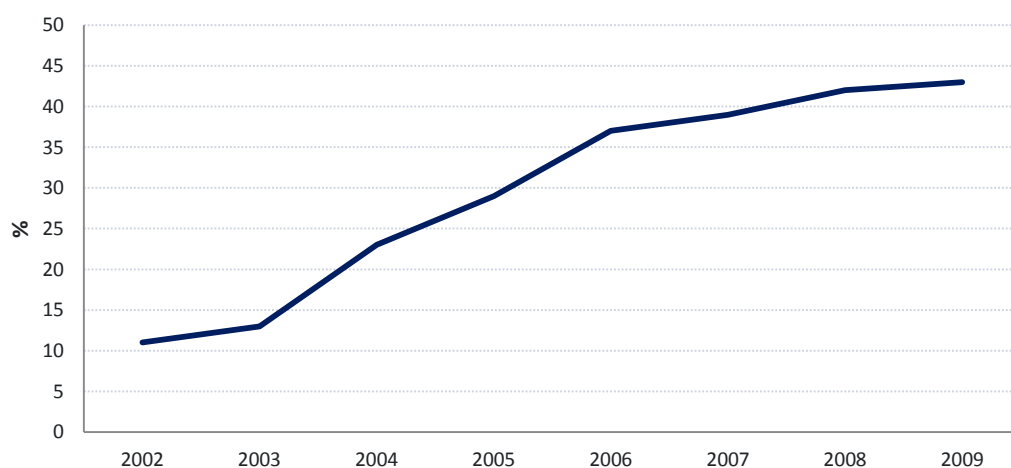
Den sterkere konkurransen kan også illustreres ved å se på utviklingen i antall konsesjoner til norske verdipapirforetak, antall utenlandske verdipapirforetak som har opprettet filial i Norge, og hvor mange utenlandske verdipapirforetak som har meldt grensekryssende virksomhet inn til Norge. Siden 2001 har antall konsesjoner til norske verdipapirforetak økt fra 93 til 151. Den største økningen (79 prosent) skjedde fra 2006 til 2009, se figur 28. Hovedårsaken til hoppet i antall konsesjoner er at den nye verdipapirhandelloven trådte i kraft fra 1. november 2007, og foretak som drev mottak og formidling av ordre og investeringsrådgivning måtte skaffe seg konsesjon. Tidligere var disse tjenestene i liten grad konsesjonsbelagt.

Figur 28: Utvikling i antall verdipapirforetak med konsesjon til å drive investeringstjenestevirksomhet fra Finanstilsynet.
Kilde: Finanstilsynet.



Dersom vi ser på omsetningen på Oslo Børs får vi også en indikasjon på hvor aktive de utenlandske Verdipapirforetakene er i det norske markedet, se figur 30. I 2002 stod de utenlandske aktørene for 11 prosent av denne omsetningen, og i 2009 hadde andelen økt til 43 prosent. Dette er en økning på mer enn 290 prosent. Gjennomføringen av EUs indre marked og EØS-regelverket om blant annet fri etableringsrett for filialer og grensekryssende virksomhet har stått sentralt i denne internasjonaliseringsprosessen, jfr. for eksempel direktiv 2004/39/EG om markeder for finansielle instrumenter (MIFID).¹⁰

Figur 29: Utenlandske meglerforetaks andel av omsetningen på Oslo Børs. Kilde: Oslo Børs



¹⁰ NOU 2009:4

Gjennomgangen over peker tydelig i retning av at pris nå i liten grad fremstår som et markedsproblem når vi ser på tradisjonelle meglertjenester. Historisk har avkastningen fra denne typen tjenester vært høy, men det er den ikke lenger. Her har konkurranse og teknologisk innovasjon bidratt til å presse prisene kraftig ned.

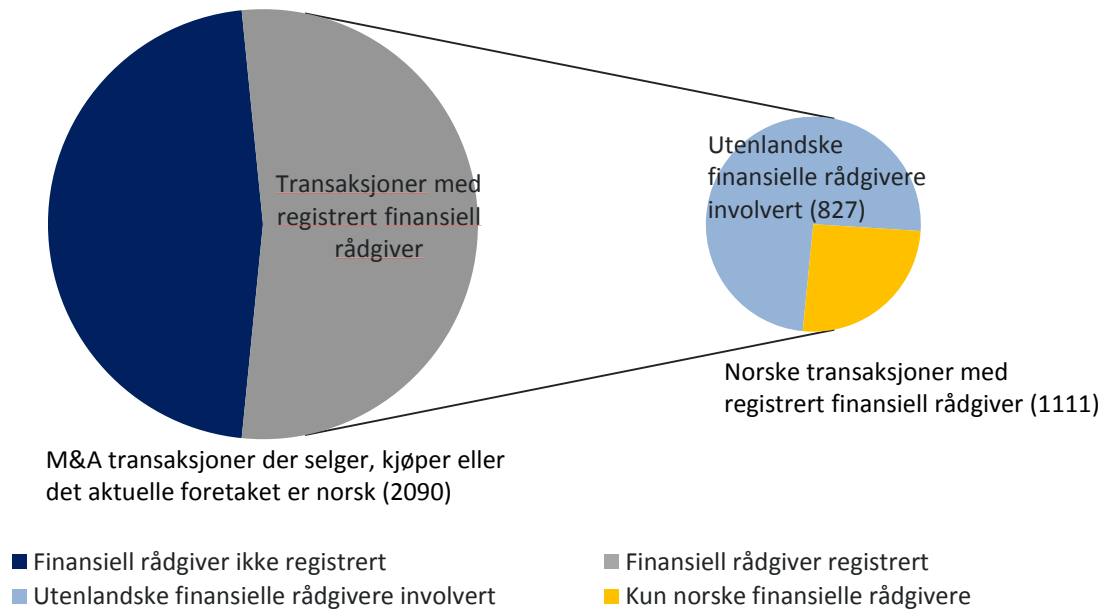
6.2. Pris og konkurranse innen M&A-tjenester

Økt internasjonal konkurranse finner ikke bare sted innen formidlingstjenestene, men også innenfor problemløsningstjenestene i corporate finance avdelingene. Dette gjenspeiles blant annet i andelen av utenlandske finansielle rådgivere ved oppkjøp og sammenslåinger (M&A) av bedrifter i det norske markedet. Det er en del praktiske problemer med å dele inn i norske versus utenlandske finansielle rådgivere, jfr. diskusjonen i kapittel 2.4, men for vårt formål er det nok å vurdere om hovedkontoret til foretaket er norsk eller utenlandsk. Det vil si at for eksempel PWC, KPMG, Carnegie, SEB Enskilda, Handelsbanken og Nordea anses som utenlandske. First Securities er oppkjøpt av Swedbank, men regnes som norske i våre data da oppkjøpet skjedde våren 2011.

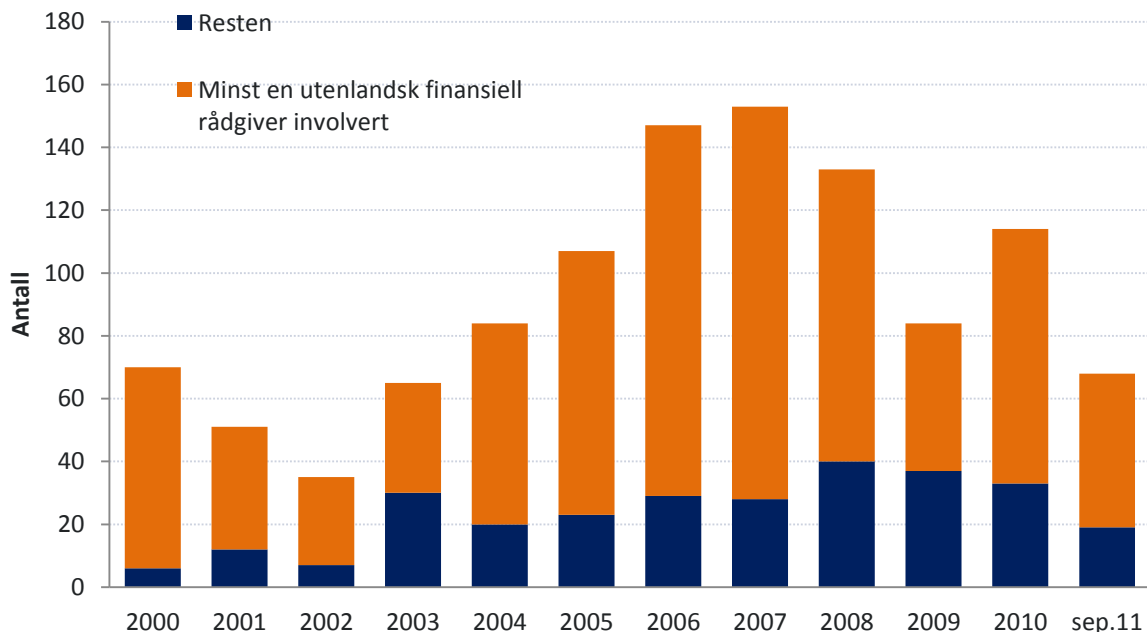
I samarbeid med Arctic Securities har vi gått gjennom alle oppkjøp og sammenslåinger der minst en av enten selger, kjøper eller salgsobjekt er norsk, totalt 2090 transaksjoner fra 2000 til september 2011. I 900 av disse transaksjonene vet vi ikke hvem som var finansielle rådgivere, men i de resterende 1111 transaksjonene er det registrert minst en finansiell rådgiver hos minst en av partene. Både kjøper, selger og salgsobjekt kan ha flere finansielle rådgivere inne på samme transaksjon.

Av de 1111 transaksjonene der vi har noe informasjon om hvem som var finansielle rådgivere for de ulike partene, er det 827 transaksjoner med minst en utenlandsk finansiell rådgiver involvert. (Samtidig er det selvsagt mange norske finansielle rådgivere involvert.) Dersom vi antar at det er ikke er systematikk i hvilke transaksjoner som ikke har registrert finansiell rådgiver, kan vi si at nesten 75 prosent av transaksjonene har minst en utenlandsk finansiell rådgiver involvert. Vi ser dermed stor grad av utenlandsk konkurranse i dette markedet, se figur 30. Figur 31 viser utviklingen over de sist ti årene.

Figur 30: M&A transaksjoner i perioden 2000 til september 2011 der selger, kjøper eller det aktuelle foretaket er norsk. Den store kaken viser hvor stor andel av transaksjonene der vi har noe informasjon om hvem som er finansiell rådgiver. Den lille kaken viser hvor stor andel av disse transaksjonene der kjøper, selger og/eller salgsobjekt benytter en utenlandsk finansiell rådgiver. Kilde: mergermarket



Figur 31: Utviklingen i antallet M&A transaksjoner der minst en av partene (selger, kjøper, eller det aktuelle foretaket) er norsk. Kilde: mergermarket



Stolpene i figuren over viser fordelingen pr år av antall transaksjoner der finansiell rådgiver er registrert. Den oransje delen viser hvor mange av disse transaksjonene utenlandske finansielle rådgivere er involvert i. I perioden frem til 2009 ser vi tydelige tegn til at den utenlandske konkurransen har økt i dette markedet.

Det er en tendens til at de utenlandske rådgiverne er involvert i større transaksjoner. Av 2090 transaksjoner har vi registrert 1339 med oppgitt størrelse på transaksjonen. Gjennomsnittlig størrelse er på omtrent 200 mill.

euro. Av disse hadde 619 transaksjoner minst en utenlandsk finansiell rådgiver, og gjennomsnittlig størrelse på disse transaksjonene er ca. 354 mill. euro. I 204 transaksjoner har alle de tre partene, kjøper, selger og det aktuelle foretaket, utenlandske finansielle rådgivere. Gjennomsnittlig størrelse på disse transaksjonene er på mer enn 727 mill. euro, mer enn tre ganger så store som gjennomsnittlig størrelse for alle transaksjonene med oppgitt beløp.¹¹

Oppdrag i forbindelse med oppkjøp og sammenslåinger kan være meget tidkrevende. Dette er normalt prosesser som tar lang tid, som krever modning hos både kjøper og selger. I slike prosesser benytter bedriftene ofte hver sin rådgiver (verdipapirforetak) som bistår selskapet blant annet med verddivurdering, forhandlinger, transaksjonsstruktur, presentasjoner for aksjonærene, utvikling av prospekt og gjennomføring av transaksjonene. Det er stor variasjon i oppdragenes størrelse og kompleksitet og prising av slike oppdrag er derfor vanskelig. Når dette er sagt finnes det også her mønstre som preger eller bestemmer verdipapirforetakenes prissetting i form av såkalte fee-avtaler.

For det først er det normalt en form for fast kostnad som ligger i bunn av alle M&A-transaksjoner. Dette gjør at det er mindre lønnsomt å gjennomføre små sammenlignet med store oppkjøp. Konkurransen om å få tildelt oppdrag er derfor mest intens i de transaksjonene som er størst, og det er vanlig å operere med en høyere provisjon (prosentandel av transaksjonsverdien som går til rådgiverne) når transaksjonen er liten. I de største transaksjonene kan avlønningen krype helt ned mot 1 prosent, men det er ikke uvanlig at man observerer en provisjon på over 5 prosent på de små transaksjonene.

Gjennom samtaler med en rekke aktører både i verdipapirforetakene og blant kunder har vi fått et tydelig inntrykk av at lønnsomheten i M&A-oppdrag blir preget av sterk konkurranse og at den ligger betydelig under lønnsomheten i emisjonsoppdrag. De krever mer tid, det er større usikkerhet knyttet til i hvorvidt transaksjonen blir gjennomført, og samtidig er avlønningen basert på no cure no pay-kontrakter.

6.3. Pris og konkurranse innen kapitalinnhenting

Prisen de finansielle rådgiverne tar for å hente inn kapital avhenger av hvilken type kapital som skal hentes inn, hvor stor risiko det er i investeringen, og størrelsen på transaksjonen. Prisen for å hente inn fremmedkapital kan være alt fra under 1 prosent til opp mot 3 prosent av transaksjonen. Jo mer risikovillig kapital som skal hentes inn jo høyere blir prisen. Kapitalinnhenting i form av obligasjoner fra høyt rangerte selskaper hos kredittvurderingsbyråene er priset betydelig lavere enn annen gjeld.

Innhenting av egenkapital er priset til omtrent 2 til 4 % av transaksjonen, og vurderingene rundt pris fungerer på samme måte som for fremmedkapital. Et børsnotert selskap i store problemer kan risikere å måtte betale opp mot 4 prosent, mens en regulær men stor egenkapitalreising for selskap som Gjensidige og Statoil sannsynligvis koster noe under 2 prosent av transaksjonen. For denne prisen vil verdipapirforetaket vanligvis lage en forretningsplan, hente inn investorer, motta og forhandle tilbud, og hjelpe kunden med å få i stand en avtale.

Verdipapirforetakene får bedre betalt for større transaksjoner, men det er ikke vesentlig mer arbeid. Hva forklarer prisene? Det er flere faktorer som har betydning i en slik vurdering. Det kan for eksempel være asymmetri i den forstand at erfaring, ekspertise og informasjon hovedsakelig ligger hos verdipapirforetaket.

¹¹ mergermarket

Kunden er mest opptatt av hurtig løsning, konfidensialitet og at transaksjonen blir en suksess. Videre er det slik at prisforhandlingene gjerne foregår rundt det som oppfattes som 'going rate'.

Det ser ikke ut til at den sterke internasjonale konkurransen har presset prisene for denne typen tjenester ned i særlig grad. En av forklaringene på det kan være begrenset prissensitivitet hos kundene, siden de har andre prioriteringer først. Et annet og viktig element knytter seg til verdsettingen av plasseringsevne. De med stor plasseringsevne er få og har en form for eksklusivitet som man kan prise høyt. Uten deres nettverk og relasjoner vil mange emisjoner ikke bli fulltegnet. Det er også tegn til en del kryss-subsidiering i bransjen. Det er stor konkurranse om å få oppdrag som gir gode relasjoner, og de blir priset lavt. Har du en sterk relasjon og kjenner bedriften godt, så får du ofte kapitalutvidelsesmandatene også. Disse mandatene kan være nokså høyt priset.

7. Oppsummering

Norsk næringsliv er avhengig av en velfungerende finansnæring. For at næringslivet skal kunne skape vekst, må det kanaliseres kapital til prosjekter som har høy lønnsomhet og evne til verdiskaping. Dersom bedriftene selv ikke har denne kapitalen tilgjengelig er det nødvendig med ekstern kapitaltilførsel. Mange bedrifter har behov for å styrke sin egenkapital for å finansiere sine prosjekter. Andre har behov for fremmedkapital til prosjekter som bankene ikke er villige til å finansiere med ordinære lån, enten fordi risikoen er høy, fordi det ikke kan stilles full sikkerhet eller fordi det er behov for rask innhenting av kapital. I denne delen av kapitalmarkedet spiller verdipapirforetakene en helt sentral rolle, og denne delen av markedet er stort, ikke minst i Norge, hvor store deler av næringslivet er kapitalintensivt. Over den neste 10-års perioden skal også nærmere 40 prosent av bedriftene og 25 prosent av verdiskapingen i norsk næringsliv skifte eierskap. Da er det helt avgjørende at man finner riktig eiere som kan styrke verdiskapingen i næringslivet over tid. Denne søke- og matcheprosessen er verdipapirforetakene spesialister på.

Verdipapirforetakene arbeider i en del av finansnæringen som er i sterk endring. Gjennom de siste 15-20 årene har det funnet sted en rivende teknologisk utvikling som har endret markedsplassene for handel med verdipapirer dramatisk. Digitale handelssløsninger har bidratt til at de tradisjonelle formidler- eller megleroppgavene i stor grad har blitt tatt over av datamaskiner. Betydningen av inntekter fra *finansiell formidlingsvirksomhet* (herunder tradisjonell meglervirksomhet) er derfor på vei ned. Samtidig har verdipapirforetakene gjennom det siste tiåret opplevd en kraftig økning i etterspørselen etter mer kompetansetunge og spesialisert tjenester knyttet til innhenting av kapital, eierskifter og til omstrukturering av selskaper. Videre har bransjen opplevd en økt etterspørsel etter tjenester som bistår kundene i å styre sin risikoeksponering i kapitalmarkedene. Denne virksomheten har vi gitt fellesbetegnelsen *finansiell problemløsning*. Vi har med andre ord fått en dreining fra mer formidlingsorienterte tjenester der også prisene har falt kraftig, til mer kompetansetunge og problemløsningsorienterte tjenester.

Gjennom de seneste årene har verdipapirforetakene opplevd en kraftig økning i konkurransen fra store utenlandske investeringsbanker med tung kompetanse og store globale nettverk. Dette er ikke minst tydeliggjort gjennom de nordiske bankenes inntreden i Norge. I dette klimaet har mange av de norske foretakene vist en imponerende evne til å vinne oppdrag og ta store markedsandeler. Mange av dem har også økt sin satsning utenfor Norge, og suksess på internasjonale markeder er den beste indikator for kvalitet.

Bransjen har også opplevd en omfattende endring av lovverket som regulerer aktiviteten. Kompetansekravene og formelle krav til utforming av tjenestene (såkalte compliance-krav) har økt markant i omfang og i dybde. Det har bidratt til en profesjonalisering av bransjen. Fra bransjen selv fremheves det at norske

reguleringsmyndigheter viser høy kompetanse og evne til fleksibilitet, noe som bidrar til at det norske kapitalmarkedet fremstår som attraktivt når ulike finansielle tjenester skal utføres.

Verdipapirforetakene sysselsatte 4 492 i 2010. Antall ansatte i bransjen har doblet seg i løpet av de siste 10 årene, men det er betydelige svingninger i antall ansatte avhengig av konjunktursvingninger. De ansatte i verdipapirforetakene er med andre ord utsatt for større jobb-risiko enn ansatte i mange andre næringer. Verdipapirforetakene som bransje skapte verdier for 12 mrd. kroner i 2010 (verdiskaping), noe som utgjør omtrent 10 prosent av verdiskapingen i finansnæringen. Sammenlignet med mange store næringer i Norge er dette tallet høyt. I 2010 var verdiskapingen i bransjen større enn verdiskapingen i metallindustrien i Norge.

Arbeidet med å hente inn kapital til næringslivet blir en stadig viktigere del av verdipapirforetakenes rolle, både gjennom innhenting av egenkapital og fremmedkapital i form av obligasjoner og sertifikater. I 2010 ble det hentet inn nærmere 70 milliarder kroner i ny egenkapital til selskaper på børsen og på OTC-listene. Som kilde til ny egenkapital har Oslo Børs fått en markant viktigere rolle gjennom det siste tiåret og emisjonsaktivitetene i 2009 og 2010 har vært imponerende høy til tross for finanskrisen og tider med mangel på risikovillig kapital.

Den norske aktiviteten knyttet til egenkapitalemisjoner er også imponerende høy sett i et internasjonalt perspektiv. De siste årene har det blitt hentet inn mer egenkapital til selskaper på Oslo Børs enn det som har blitt hentet inn til sammen i de andre nordiske landene. I mange sammenhenger vil innhenting av egenkapital være eneste form for finansiering av investeringsprosjekter.

Obligasjons- og sertifikatmarkedet fungerer som et viktig supplement til det regulære fremmedkapitalmarkedet hvor lån formidles gjennom banker og kredittinstitusjoner. I dette markedet hentes kapital inn der banklån enten er for dyre eller banker ikke er villige til å finansiere pga. krav om sikkerhet. Markedets attraktivitet kan tydeliggjøres ved å sammenligne utviklingen i størrelse på den del av obligasjonsmarkedet som omfatter lån utstedt av aktører i næringslivet med størrelsen på kredittvolumer som tilbys fra banker til den delen av næringslivet som befinner seg utenfor finanssektoren. Denne andelen har økt fra noe over 10 prosent i 2000 til nærmere 25 prosent i 2010, noe som indikerer at en voksende andel av næringslivet anser obligasjonsmarkedet som en mer sentral kanal for finansiering av investeringsprosjekter enn det regulære låne markedet. Gjennom det siste tiåret har vi også sett at utenlandske aktører i økende grad har gått inn og kjøpt obligasjoner og sertifikater på det norske markedet. Dette er et tydelig tegn på at markedet er interessant som investeringsmulighet for et stort antall profesjonelle investorer.

Verdipapirforetakene leverer tjenester som legger til rette for at bedrifter kan kjøpe hverandre opp eller slå seg sammen (M&A). Men er det slik at denne typen oppkjøpsvirksomhet skaper verdier for samfunnet, eller er M&A sterkt preget av eiere og ledelse som har andre motiver enn langsiktig verdiskaping? I forskningslitteraturen er det nokså stor enighet om at M&A-transaksjoner lønner seg for selger. Det er større uenighet om M&A lønner seg for kjøper. Det er helt avgjørende å merke seg at gjennom de neste ti årene vil kunne oppleve at over 40 prosent av bedriftene i Norge skifter eierskap. Videre viser norsk forskning at eierskifter ser ut til å ha en positiv effekt på bedriftenes økonomiske aktivitet.

Det er komplisert å vurdere kvaliteten på tjenester som er så mangfoldige og komplekse, ikke minst de tjenestene som sorterer inn under kompetansetunge problemløsningstjenester. Diskusjonen må også ses i lys av den pris som kundene betaler for tjenestene. I rapporten belyses kvalitetsspørsmålet fra ulike vinkler. En helt sentral kvalitetsindikator er bransjens internasjonale konkurranseevne. Utviklingen i corporate finance aktiviteter utenfor Norge viser med tydelighet at norske verdipapirforetak i økende grad betjener rene utenlandske markeder. I denne sammenheng er det verd å merke seg at aktiviteten tok seg kraftig opp i 2010 til tross for at finanskrisen fortsatt preget markedene for oppkjøp og sammenslåinger sterkt. Dette indikerer at

de norske verdipapirforetakene klarer å konkurrere på internasjonale markeder. Rigg-markedet er et godt eksempel på norske tilretteleggeres sterke rolle på internasjonale markeder. I 2010 og 2011 ble nærmere 50 prosent av alle rigg-prosjekter globalt finansiert gjennom aktører med tilhold i Norge. Norske verdipapirforetaks uteetableringer og aktiviteter ute har gjennomgående også styrket deres plasseringsevne ved at kundenettverkene har blitt utvidet. Ved å jobbe mer aktivt, systematisk og direkte med store finansielle investorer i utlandet har interessen for å delta i norske egenkapitalemisjoner, obligasjonsutstedelser og børsintroduksjoner økt betraktelig.

Referanseliste

Asli Demirgüç-Kunt og Ross Levine, Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth, World Bank Policy Research Working Paper No. 4469, 2008

Bruner, Robert F.: Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research, Journal of Applied Corporate Finance, 2004

Bruner, Robert F.: Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, Journal of Applied Finance, 2002

Direktiv 2004/39/EG om markeder for finansielle instrumenter (MIFID)

Grünfeld m.fl (2011): En kunnskapsbasert finansnæring, rapport nr. 15, Menon

Finansavisens Jus bilag nummer 3, 28. oktober 2010

Finanstilsynet (www.finanstilsynet.no)

Grünfeld med fler (2010): Innovasjon i tjenester, Menon-publikasjon nr. 12/2010

Grünfeld med fler (2009): Eierskifter i norsk næringsliv: Menon-publikasjon nr. 4/2009

Grünfeld og Jakobsen (2006): Hvem eier Norge? Eierskap og verdiskaping i et grenseløst næringsliv, Universitetsforlaget, Oslo

Independent Commission on Banking (ICB 2011), Final Report

Grünfeld med fler (2011): En kunnskapsbasert finansnæring, Menon-publikasjon nr. 16/2011, delrapport til prosjektet Et kunnskapsbasert Norge (Reve og Sasson, 2012, Universitetsforlaget)

Menons regnskapsdatabase

Norges Fondsmeglerforbund (www.nfmf.no)

Norsk Tillitsmann (<http://www.trustee.no/>)

NOU 2009:4, Tiltak mot skatteunndragelser

Oslo Børs (www.oslobors.no)

TNF SIFO Prospera, Sweden 2002 and 2010, Norway 2002 and 2010

Verdipapirforetakenes internettsider

Verdipapirhandel loven (www.lovdata.no)