

Gjestekommentar  
- kredittMaria  
GranlundStig  
HelbergSigmund  
HålandPål  
RingholmOle Einar  
StokstadHaseeb  
Syed

# Garanti for dårlige tider

## Før ble obligasjonsinvestorene reddet. Nå er de redde.

**S**tater har privatisert i stor stil. Forskningen viser til dels betydelige forbedringer i driften av privatiserte selskaper. Likevel, i årene mellom 2003 og 2013 kjøpte verdens stater mer aksjer i private selskaper enn de solgte gjennom privatiseringer.

Noe forklares med statlige redningsaksjoner under finanskrisen. Men hovedtyngden av kjøpene har andre forklaringer. Tidsskriftet The Economist anslo i 2010 at stater og statseide selskaper eide rundt en femtedel av aksjene på verdens børser.

De fleste børsnoterte selskaper låner penger i obligasjonsmarkedet. Har det noen betydning for lånerenten deres at staten kommer inn på eiersiden?

Obligasjonseiere er kronisk bekymret for kriser. Da kan de tape alt. I gode tider får de aldri mer enn den avtalte renten - uansett hvor godt bedriften går. Så selv om driften kanskje er litt dårligere med staten på eiersiden, så kan obligasjonseiere leve med det dersom en solid statlig eier kommer til unnsetning i en krise.

Det er langt fra sikkert at staten stiller opp når det trengs. Men det er ikke absolutt sikkerhet som er valutaen i finansmarkedene. Spørsmålet er hvor stor vekt markedet legger på muligheten for at det kan skje. Jo større tro, jo lavere rente.

Implisitte garantier blir det kalt. «Implisitt» fordi garantien ikke er klar og tydelig, men fordi det er en forventning om at så vil skje.

Fire forskere (Borisova, Fotak, Holland og Megginson) har

### Kreditt Stig Helberg



studert hvordan offentlig eierskap i børsnoterte selskaper påvirker renten på selskapenes obligasjonsgjeld. Tallene dekker en periode på 20 år, og de starter med å se på perioder uten noen form for krise. Noe overraskende finner de at statlig eierskap generelt er knyttet til en høyere rentekostnad.

Deres hypotese er at statlig eierskap er så verdiødeleggende at det overstiger verdien av den implisitte garantien. Verdiødeleggende fordi høyt statlig eie kan gi svak eierstyring eller politiske mål som reduserer overskuddet. Garantifølelsen svekker også de private eiernes motivasjon til å drive god eierstyring.

Et funn som støtter hypotesen



**Særlig selskaper fra fremvoksende markeder har de siste årene utnyttet den lave renten samt stor interesse fra investorer og lånt enorme beløp i obligasjonsmarkedet. Etterpå har aksjonærverdiene stupt i flere av selskapene, blant annet på grunn av korrupsjon. Financial Times trekker frem det dels statlig eide brasilianske oljeselskapet Petrobras. Her en av selskapets rigger ved Niteroi i Brasil. Foto: Dado Galdieri, Bloomberg**

er at innenlandsk statlig eie - der staten kan utøve sin makt - er koblet til høy rente, mens utenlandsk statlig eie tvert imot er koblet til lavere rente.

Studien er imidlertid et godt eksempel på en vanlig vitenskapelig nøtt: Det er ikke tilfeldig hvilke selskaper stater investerer i. Hvis statene kjøper seg opp i svake selskaper for å hindre at de går overende - som bankene under finanskrisen - så endres årsakssammenhengen. Svake selskaper har jo som regel en høy rente, så da er det den høye renten som fører til høy statlig eierandel - ikke omvendt. Forskerne sjekker og avviser denne forklaringen.

I en krisesituasjon snur det ifølge tallene - renten er lavere jo

høyere den innenlandske statlige eierandelen er. Et tegn på at markedet tror det er en viss mulighet for at staten trår til når det strammer seg til. Tilliten til garantien øker med statens eierandel.

Dette må være godt nytt for obligasjonseierne. Med statlige eiere får de generelt en høyere rente i gode tider, og i dårlige tider er det en sannsynlighet for at de blir reddet.

Men generelt er ikke spesielt. I dagens marked er gjelden til flere hel eller delvis statseide selskaper en stor bekymring. Særlig selskaper fra fremvoksende markeder har de siste årene utnyttet den lave renten samt stor interesse fra investorer og lånt enorme beløp i obligasjonsmarke-

det. Etterpå har aksjonærverdiene stupt i flere av selskapene, blant annet på grunn av korrupsjon. Financial Times trekker frem det dels statlig eide brasilianske oljeselskapet Petrobras, motstykket i Venezuela og det Sør-Afrikanske energiselskapet Eskom.

I tidligere kriser har myndighetene i land som Mexico, Russland og Sør-Korea reddet statseide selskapers gjeld. Nå er investorene redd de implisitte garantiene ikke er noe verdt. Nå når de trengs.

Det som skulle være en garanti i dårlige tider, er blitt en garanti for dårlige tider.

**Stig Helberg**, risikostyringsansvarlig i Danica Pensjon

## Deler ikke robotfrykt

Budskapet i forkant av årets NHO-konferanse har nærmest vært at robotene tar over arbeidsoppgavene og at jobbene kan bli erstattet av maskiner. NITO deler ikke denne frykten. En undersøkelse blant våre medlemmer viser at få tror jobbene deres står i fare for å bli tatt over av roboter.

Heller ikke forfatterne bak Kunnskapsdepartementets rapport «Computerization and the Future of Jobs in Norway» fra 2015 hevder at endringer i det teknologiske landskapet vil føre til massearbeidsløshet i Norge på lengre sikt.

Forskning og erfaring har vist at arbeidskraft som frigjøres ved

automatisering gjerne overføres til andre områder. Den teknologiske utviklingen i samfunnet skaper nye behov og markeder. Til tross for at automatisering ventes å foregå i et stadig raskere tempo, er det ingen grunn til å tro at norsk industri ikke klarer å omstille seg. Ny teknologi vil bidra til at rutineoppgaver automatiseres og at mennesker kan ta andre, mer interessante og utviklende oppgaver. Sammenlignet med mange andre land har Norge en liten arbeidsstyrke. Fordi vi er få er vi nødt til å tenke smart. Teknologi og automatisering vil sørge for at vi kan ligge i forkant av utviklingen.

Etterspørselen etter ingeniører vil fremdeles være stor i årene som kommer. En teknologi- og realfagsatsning er av

avgjørende betydning for å møte utfordringer teknologiutviklingen bringer. Teknologi og robotisering gir spennende muligheter for næringsutvikling og verdiskaping, og bør hilses med glede og begeistring.

**Trond Markussen**, president NITO-Norges Ingeniør og Teknologorganisasjon

## Tillit trumfer alt

Lars Moldestad peker innlegget «I gode og onde dager» i DN 22. desember på hvordan manglende innsyn i det norske obligasjonsmarkedet er utfordrende for selskapenes ledere. Kjennskap til obligasjonseierens identitet vil kunne gjøre

restrukturingsprosesser mer oversiktlige. Likevel løses ikke den underliggende utfordringen som gjør at rådgiverkostnadene skyter i været: manglende tillit.

I Norge har kapitalinnhenting via obligasjonsmarkedet hatt en rekordutvikling i årene etter finanskrisen. Oslo Børs er verdens tredje største markedsplass for såkalte høyrenteobligasjoner.

En høy andel av høyrenteobligasjonene utstedt i Norge er eid av internasjonale investorer, noe som blant annet skyldes Oslo Børs' sterke posisjon innenfor energi og shipping. Restruktureringer kommer stort sett hos utstedere av høyrenteobligasjoner, og det grunn til å vente seg at flere ledere må forberede seg på å stå midt i krigen, på samme måte som Moldestad selv har erfart.

Og som Moldestad er inne på, er dette en arena som veldig få forstår fullt ut.

Ledelsen er derfor uforberedt på dynamikken som oppstår når store obligasjonseiere gjør seg klar til kamp med bistand fra kostbare, utenlandske rådgivere som har spisskompetanse på denne type prosesser.

Under restruktureringen er tilliten til eksisterende ledelse ofte fraværende. Det kompliserer prosessen ytterligere og skaper dårlige forutsetninger for å finne løsninger. Ofte er det først når ledelsen erstattes at fornuften inntreffer.

Ansiktsløse investorer eller ikke: Tillit trumfer alt.

**Leif Chr. Salomonsen og Runar Nilsen**, partnere i Recore