

Mulige konsekvenser for utbyttepolitikk og
struktur av endringer i rammevilkårene

Jon Gunnar Pedersen

16/09/2009



ARCTIC SECURITIES

... og hva er disse rammevilkårene?

- Ny lovgivning om egenkapitalbeviset
- Ny lovgivning om strukturmuligheter i sparebankvesenet
- Nye kapitaldekningsregler

- Nye styringssignaler for finanssektoren
- Opprydding i markedsplassene for verdipapirer
- Revisjon av nye regnskapsregler

Noen rammevilkår vil ikke ha spesielle konsekvenser for sparebanksektoren

Nye styringssignaler for finanssektoren

- Betydelig oppmerksomhet rundt nye produkter, belønningsordninger og insentiv- og prisingsstrukturer i finansnæringen
- En blanding av forbrukerbeskyttelse, stabiliseringstiltak og politisk engasjement
- Rammer i liten grad norsk sparebanksektor

Opprydding i markedsplassene for verdipapirer

- Etableringen av nye markedsplasser har splittet handelen i verdipapirer
- Kostnadene har gått ned, men meglerhusenes makt har økt
- Nye muligheter for markedsmåneløp og front-running
- Investorer, myndigheter og selskaper har fått mindre reelt innsyn i markedsplassene

Revisjon av nye regnskapsregler

- Regnskapsreglene har gitt kontraintuitive utslag, og forvirrende utslag fordi selskap ikke må følge samme praksis
- Samtidig forvirrende at samme aktivum kan føres til ulik verdi i ulike regnskaper
- Regler reverseres sjelden - det kommer nye i tillegg

De tre ”tunge” endringene påvirker ulike dimensjoner

Nye struktur- muligheter i sparebankvesenet

- Endringer i forhold til potensielle stordriftsfordeler
- Potensielt større press for å få tatt ut slike stordriftsfordeler
- Nye skalafordeler blir mer viktige: Kapital og compliance

Nye kapitaldeknings- modeller

- En blanding av risikovektet og absolutt kapital
- Kjernekapitalpendelen kan gi ekstremutslag
- Tvil om strenge kapitaldekningsregler kan være bærekraftige
- Fallende egenkapitalavkastning i lang tid fremover

Ny lovgivning om egenkapital- bevisene

- Sparebankenes oppbygging av egenkapital
- Prisingen av og prisutvikling for egenkapital
- Relasjonen mellom finansmarked, investorer og sparebanker
- Styring og utøvelse av eierskap

Nye strukturmuligheter

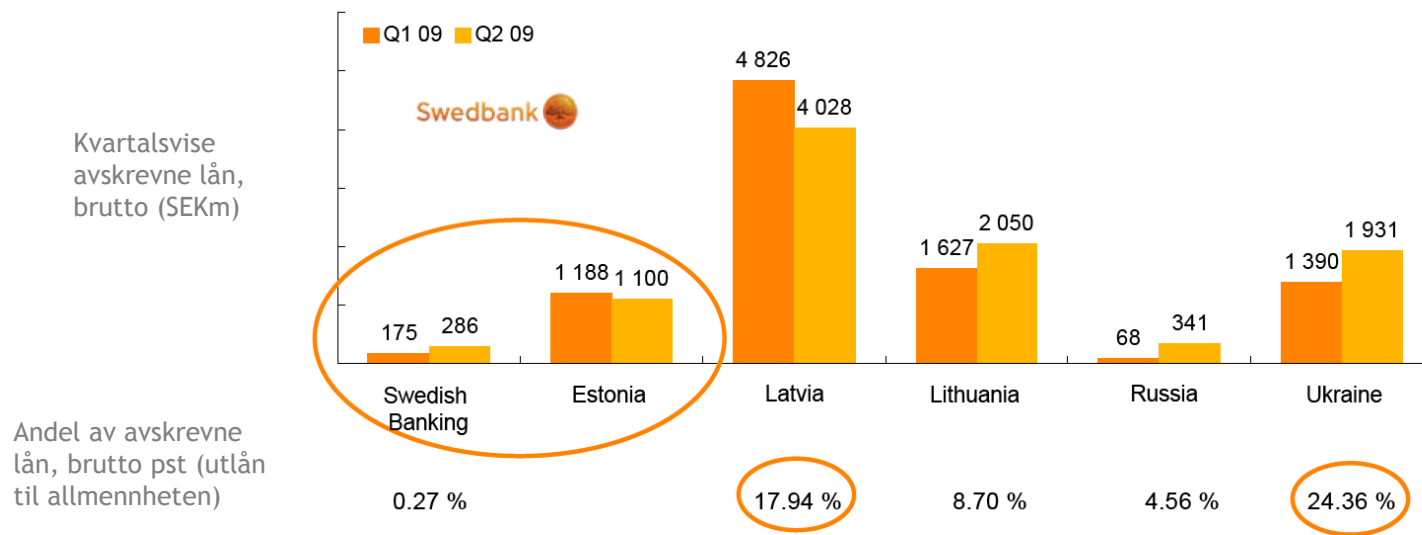
Det nye regelverket skaper bedre mulighet for strukturendringer

- Det vil bli større spenninger i sparebanksektoren
 - Nå kan de store sparebankene vinne markeder ved å gjøre livet mer vanskelig for de små - og få dem til å gi opp
 - Driftsmessig har de store bankene ikke hatt spesielle stordriftsfordeler på kostnadssiden
- Regelverk, rating og kapitaldekning skaper skalafordeler
 - Funding har en betydelig likviditetspremie
 - Compliance og regelverksendring krever mer og tettere regelverksoppfølging
 - Det blir mer utrygt ikke å kunne hente kapital i markedet
- Sparebankenes største verdier ligger fortsatt i eierskapet til kunden
 - Verdien av tillit, tilstedeværelse og troverdighet gir direkte uttelling i kroner og øre
 - Større kapitaldekningskrav skaper press i retning av mer spesialiserte forretningsmodeller

Nye kapitaldekningskrav vil skape nye forretningsmodeller

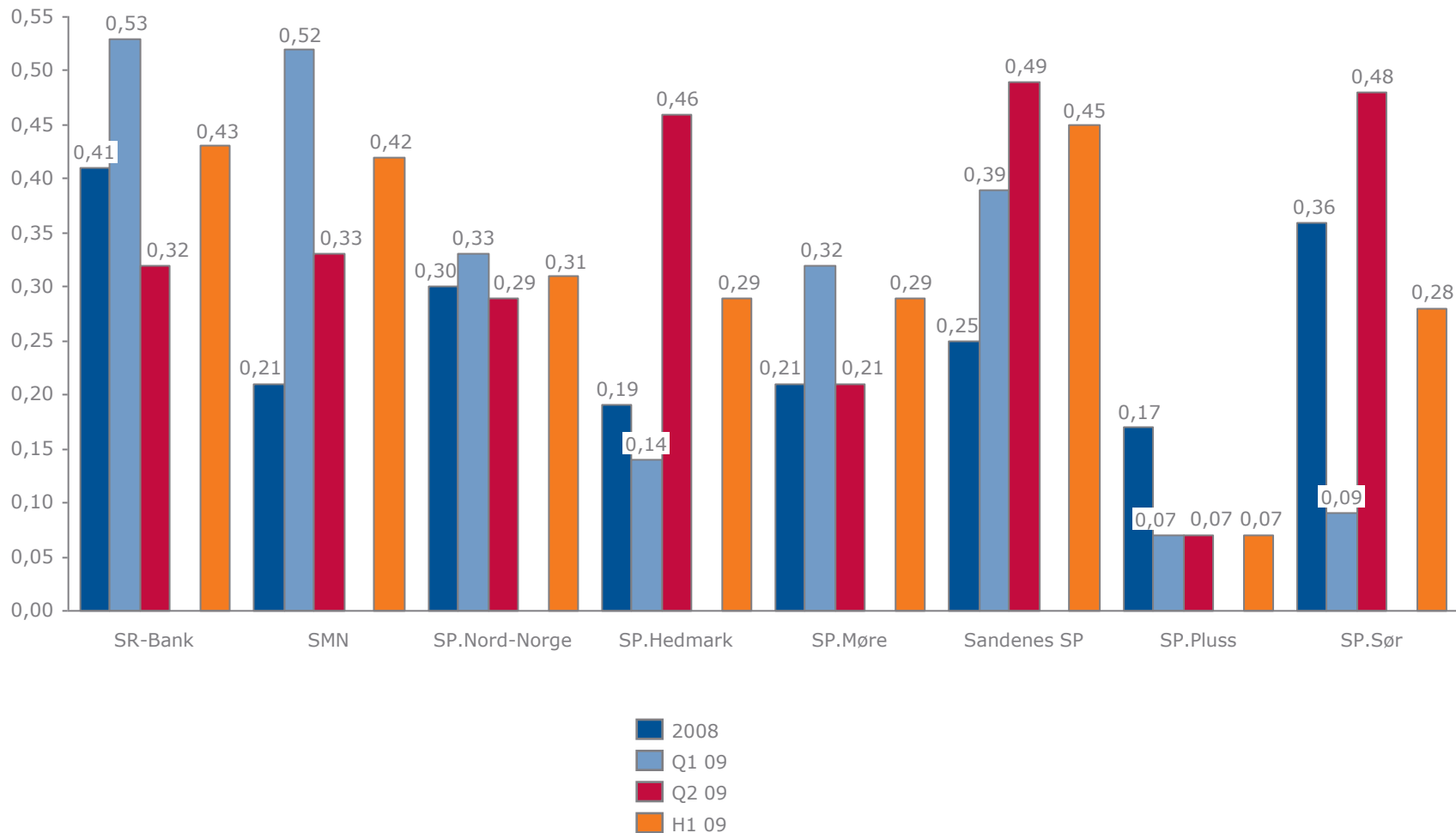
Store forventede lånetap gjorde at Swedbank måtte annonsere sin andre emisjon på under ett år

- Swedbank annonserte 17. august 2009 en ny egenkapitalemisjon på SEK 15 mrd. for å styrke bankens kapitalstatus. Bankens mulighet til å oppnå funding på konkurransemessige vilkår sto i fare
- Swedbank gjennomførte en egenkapitalemisjon mot slutten av 2008. De vanskelige markedsforholdene gjorde at dette ble strukturert som en preferanseaksje. Det gjorde det også mulig med en relativt liten rabatt til den nominelle aksjekursen og til TERP (den teoretiske verdien av aksjen etter en emisjon)
- Rabatten for den kommende emisjonen ligger på 40 pst i forhold til TERP, og emisjonen skjer til under 50 pst av sluttkurs siste handledag før vilkårene ble fastsatt (SEK 39 mot SEK 79 pr aksje). Det vil sikre et effektivt annenhåndsmarked i tegningsrettene (teoretisk verdi SEK 13 pr tegningsrett), samt beskytte garantistene
- Markedet frykter større lånetap i den svenske porteføljen til Swedbank etter hvert som rentenivået heves igjen



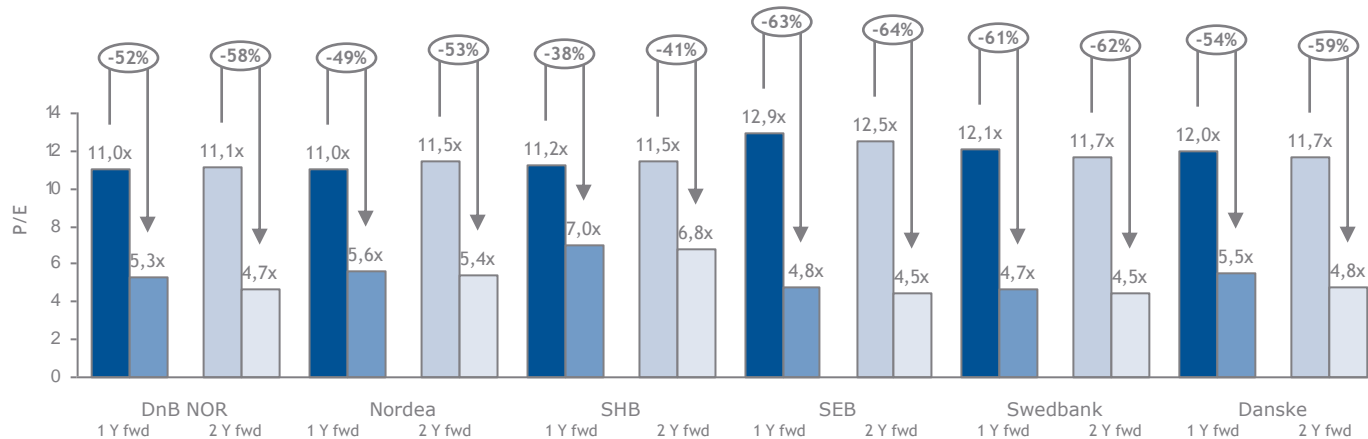
Sparebankenes utvikling i lånetap

Lånetap som pst av brutto utlån for konsern per 2.kvartal 2009



De nordiske bankene opplevde et større fall, dels som en følge av sektor- og geografisk eksponering samt internasjonal prising

Nordiske bankers P/E multiplerefall var massivt



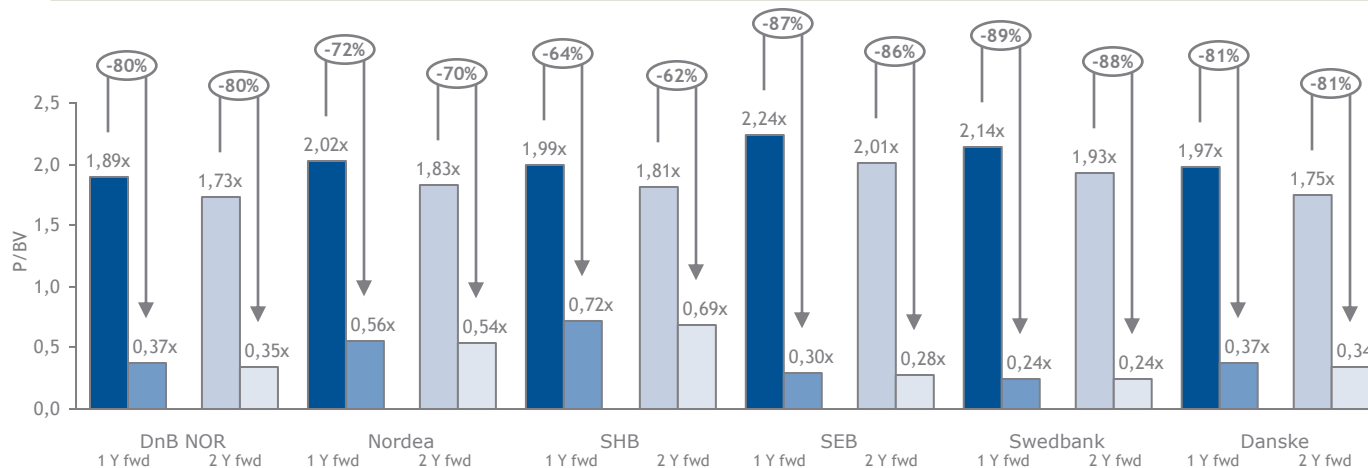
Multiplene som de nordiske bankene var verdivurdert på falt kraftig fra januar 2008

Mens analytikerne etter hvert har tatt ned forventningene til inntjening de neste årene har multiplene blitt høyere. I

Swedbank ventes nå tap i både 2009 og 2010

Den baltiske risikopremien som SEB og Swedbank fikk, ga en stor rabatt mot egenkapital før emisjonene

Nordiske bankers P/BV multiplerefall var særlig stort for de med baltisk eksponering



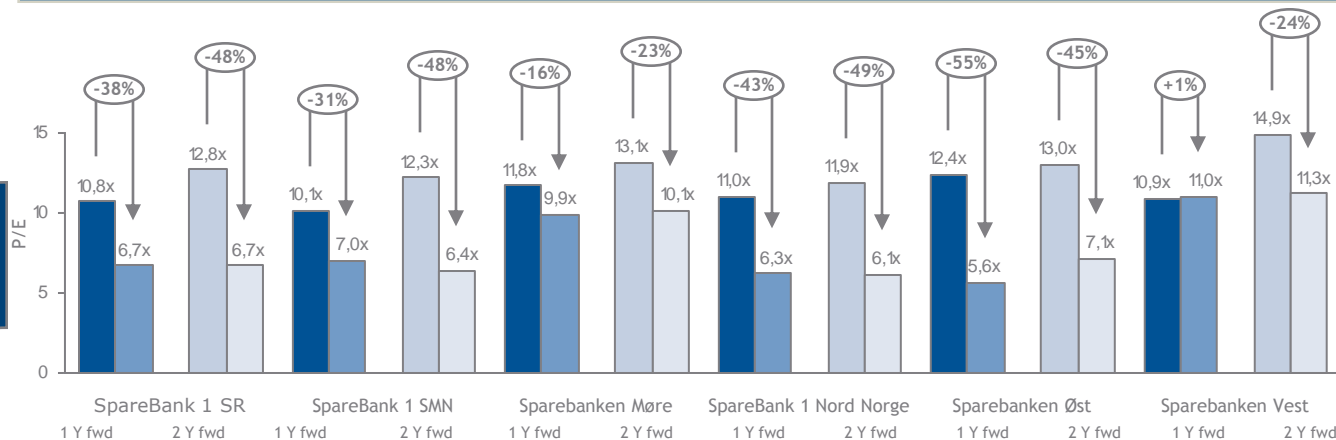
Norske sparebanker hadde en multiplereduksjon i begynnelsen av finanskrisen, men har hentet seg sterkt tilbake

De fleste norske sparebankene klarte seg bedre enn de nordiske storbankene, men også noen av disse hadde kraftige fall i inntjeningsmultiplene

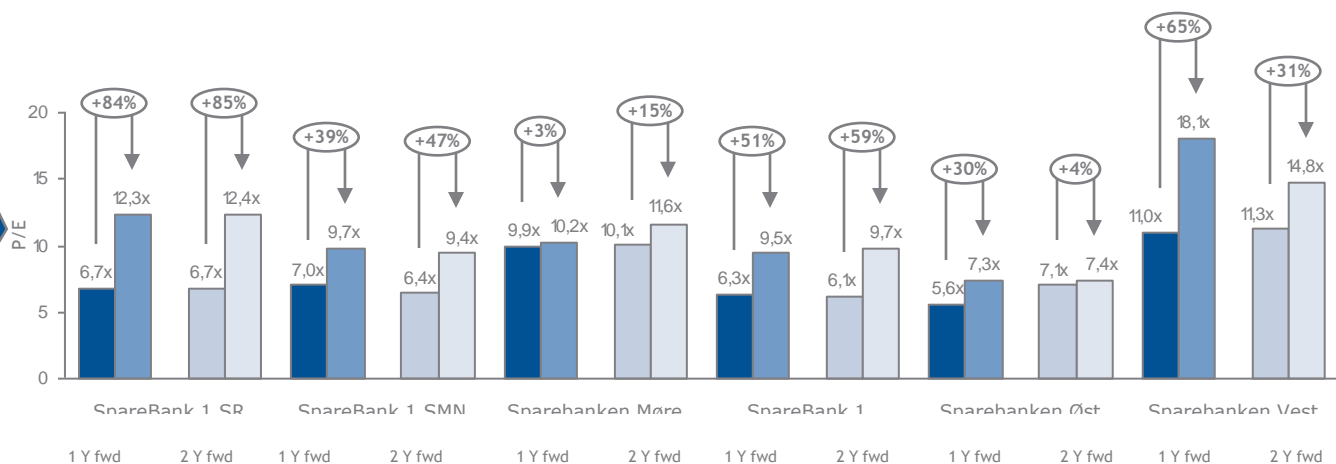
Flere banker har vist en sterk multiplvekst de siste seks månedene. Særlig SR-Bank har blitt re-ratet basert på inntjeningsmultipl

Forandringen i mutipler er også drevet av analytikerens nedjustering av estimatene

P/E multiplutvikling 1.januar 2008 - 31.januar 2009⁽¹⁾

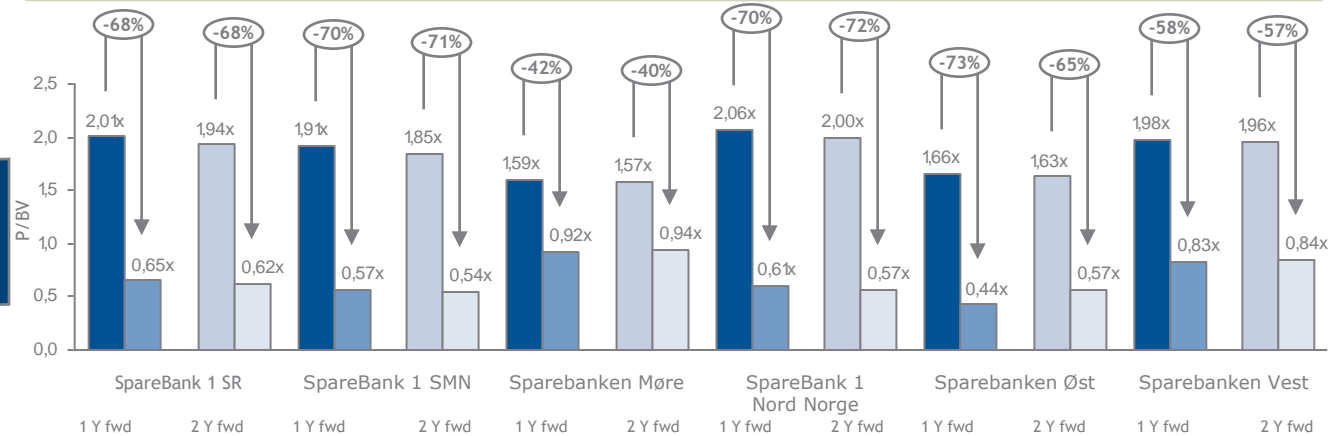


P/E multiplutvikling 31.januar 2009 - 13.september 2009

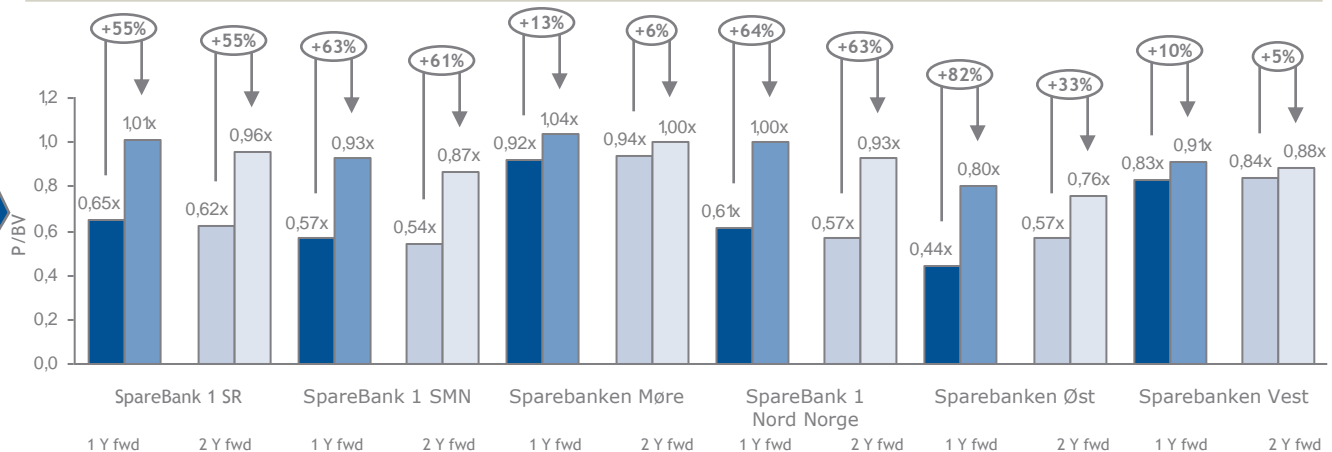


Norske sparebanker fikk kraftig multiplereduksjon i påvente av at store lånetap skulle spise opp kapitalen - er noe bedre nå

P/BV multiplereutvikling 1.januar 2008 - 31.januar 2009⁽¹⁾



P/BV multiplereutvikling 31.januar 2009 - 13.september 2009



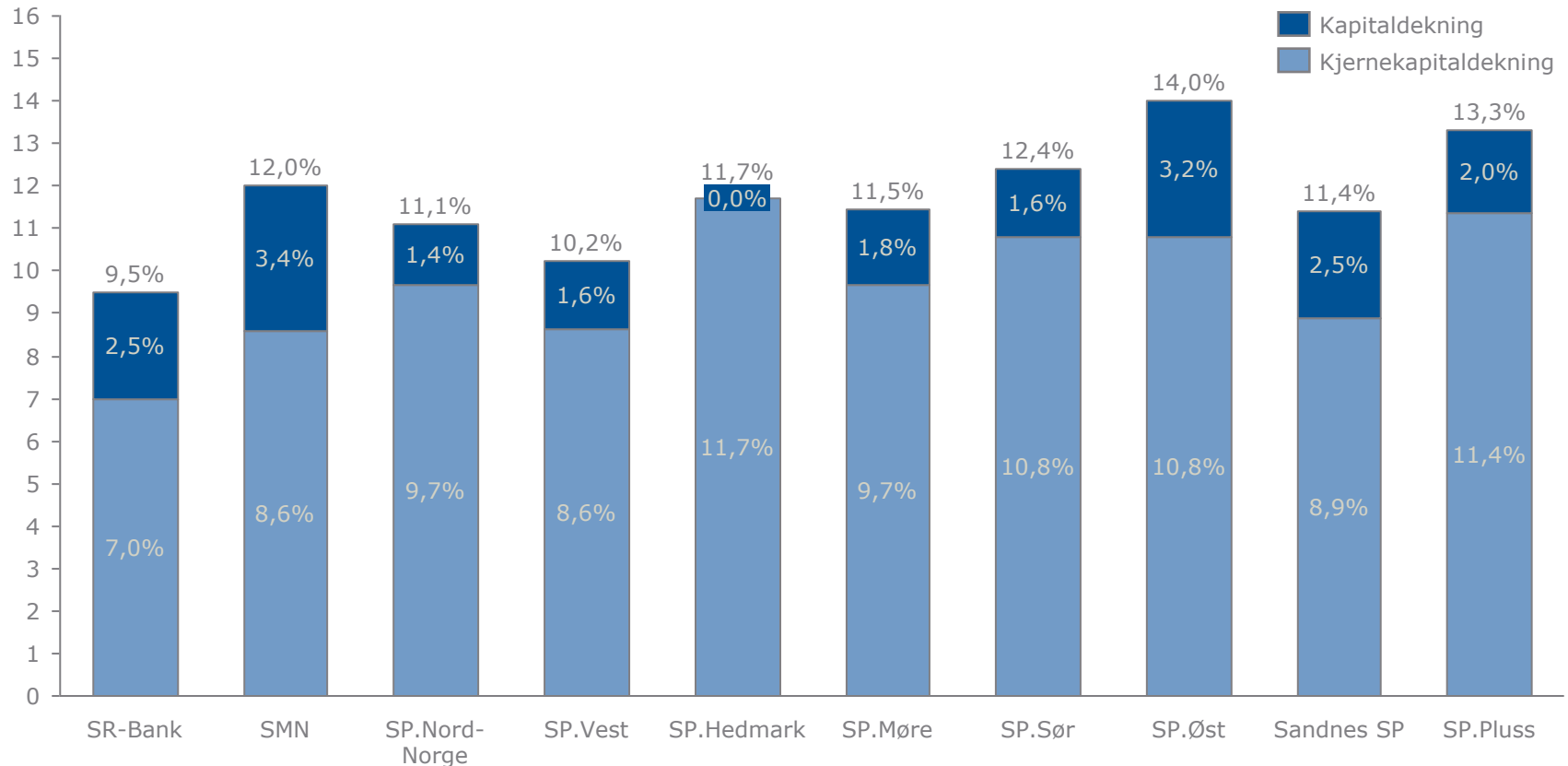
Sparebankene gikk fra å omsettes til en høy premie til bokført kapital til å omsettes til en stor rabatt

Forventning om store lånetap og forvitring av egenkapitalen drev denne utviklingen

Sparebankene har ikke kommet tilbake til noen premie i forhold til egenkapital, men SR-Bank omsettes nå på linje med forventet egenkapital 2009

Kapitaldekningen er ulik - uten at prisingen reflekterer det

Kapitaldekning for konsern per 2.kvartal 2009⁽¹⁾



(1) SpareBank 1 SR, SpareBank 1 SMN, SpareBank 1 Nord-Norge, Sparebanken Vest benytter seg av IRB-Foundation

Kilde: Bankenes halvårstall

Økte krav til kjernekapitaldekning gir lavere pris/egenkapitalmultipler

Sensitivitet til kjernekapitaldekning og operative variabler

P/BV sensitiviteter		Utlånstaps				
		0.20%	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%
Kjernekapital	7.0%	2.86x	2.56x	2.26x	1.95x	1.65x
	7.5%	2.60x	2.32x	2.04x	1.76x	1.49x
	8.0%	2.38x	2.12x	1.86x	1.60x	1.35x
	8.5%	2.19x	1.95x	1.71x	1.47x	1.23x
	9.0%	2.02x	1.80x	1.57x	1.35x	1.12x
	9.5%	1.87x	1.66x	1.45x	1.24x	1.03x
	10.0%	1.75x	1.55x	1.35x	1.15x	0.95x

P/BV sensitiviteter		Andel 100% vektere				
		30%	40%	50%	60%	70%
Kjernekapital	7.0%	3.54x	2.77x	2.26x	1.89x	1.61x
	7.5%	3.20x	2.51x	2.04x	1.71x	1.45x
	8.0%	2.91x	2.29x	1.86x	1.56x	1.32x
	8.5%	2.67x	2.10x	1.71x	1.42x	1.21x
	9.0%	2.45x	1.93x	1.57x	1.31x	1.11x
	9.5%	2.27x	1.79x	1.45x	1.21x	1.02x
	10.0%	2.11x	1.66x	1.35x	1.12x	0.95x

P/BV sensitiviteter		Utlånsmargin				
		1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
Kjernekapital	7.0%	1.50x	1.88x	2.26x	2.63x	3.01x
	7.5%	1.35x	1.69x	2.04x	2.39x	2.74x
	8.0%	1.22x	1.54x	1.86x	2.18x	2.51x
	8.5%	1.11x	1.41x	1.71x	2.01x	2.31x
	9.0%	1.01x	1.29x	1.57x	1.85x	2.13x
	9.5%	0.93x	1.19x	1.45x	1.72x	1.98x
	10.0%	0.85x	1.10x	1.35x	1.60x	1.84x

P/BV sensitiviteter		Kostandsprosent				
		40%	45%	50%	55%	60%
Kjernekapital	7.0%	3.02x	2.64x	2.26x	1.87x	1.49x
	7.5%	2.75x	2.39x	2.04x	1.69x	1.34x
	8.0%	2.51x	2.19x	1.86x	1.54x	1.21x
	8.5%	2.31x	2.01x	1.71x	1.41x	1.10x
	9.0%	2.14x	1.86x	1.57x	1.29x	1.01x
	9.5%	1.98x	1.72x	1.45x	1.19x	0.92x
	10.0%	1.85x	1.60x	1.35x	1.10x	0.85x

Hva skjer med - og som følge av - kapitaldekningsreglene?

- Reglene blir tøffere - myndighetene vil overreagere, og det er bare kjernekapital som teller
- Midlertidig statskapital skal erstattes av markedsbasert kjernekapital
 - Mange internasjonale finansaksjer i markedet
 - Nasjonale prioriteringer skaper mer nasjonalt orienterte banker
- Vi får nytt regelverk - og nye institusjoner - som skal beskytte oss mot systemrisiko
- Kapitaldekningsreglene vil bli strammere, og også bygge på ikke-risikovektet balanse
- Bankene må ta større ansvar for det de har skapt i sin egen balanse
- Men kravet om større kapitaldekning vil gi lavere avkastning på egenkapitalen - og må korrigeres og gjøres mer sofistikert over tid
- Enkelte forretningsmodeller er døende
- Nye vil bli skapt som følge av at bankbalansene blir for dyre i bruk

Ny lovgivning er en invitasjon til investorene

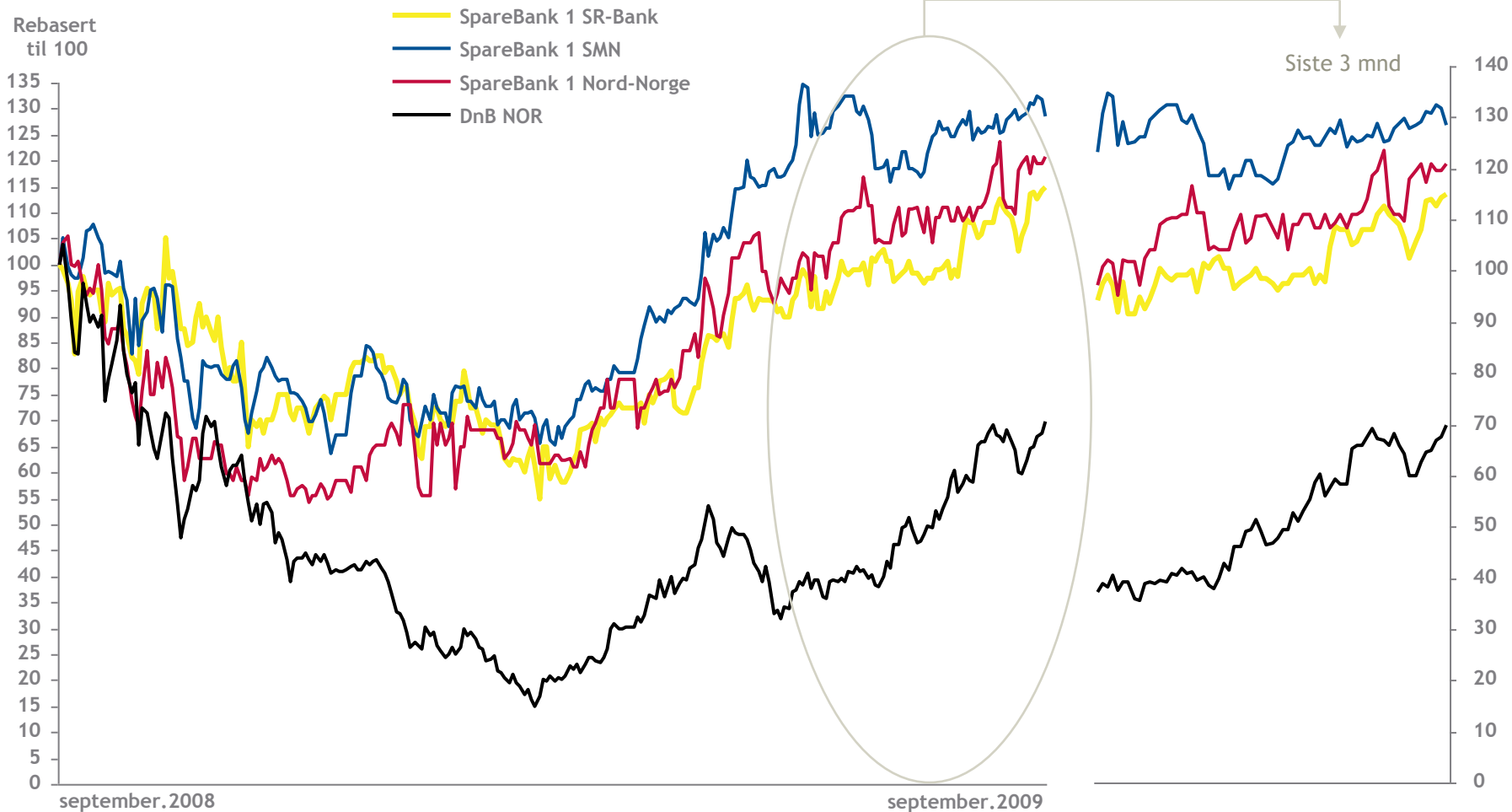
Kursutvikling de siste tre årene

Relativ kursutvikling for sparebanker, nordiske banker og europeiske banker



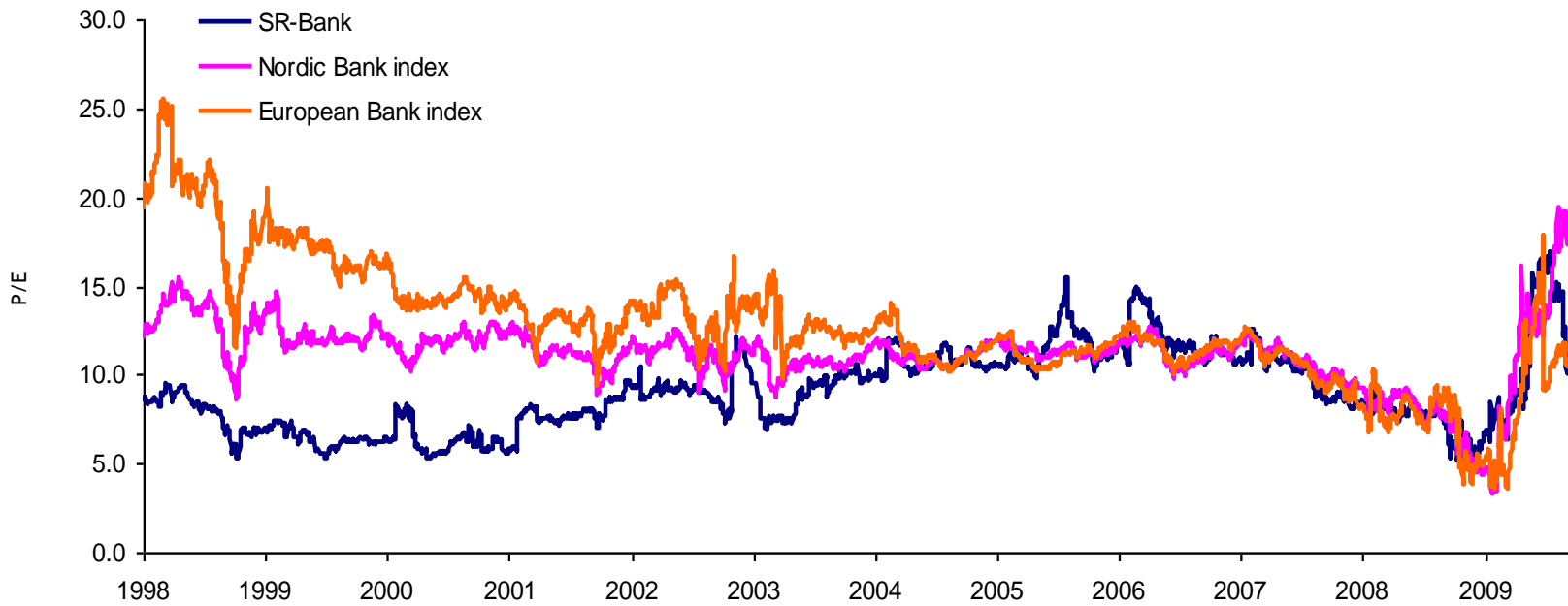
Relativ kursutvikling siste 12 måneder

Relativ kursutvikling de siste tolv måneder



Lav forventet inntjening sørger for høye inntjeningsmultipler

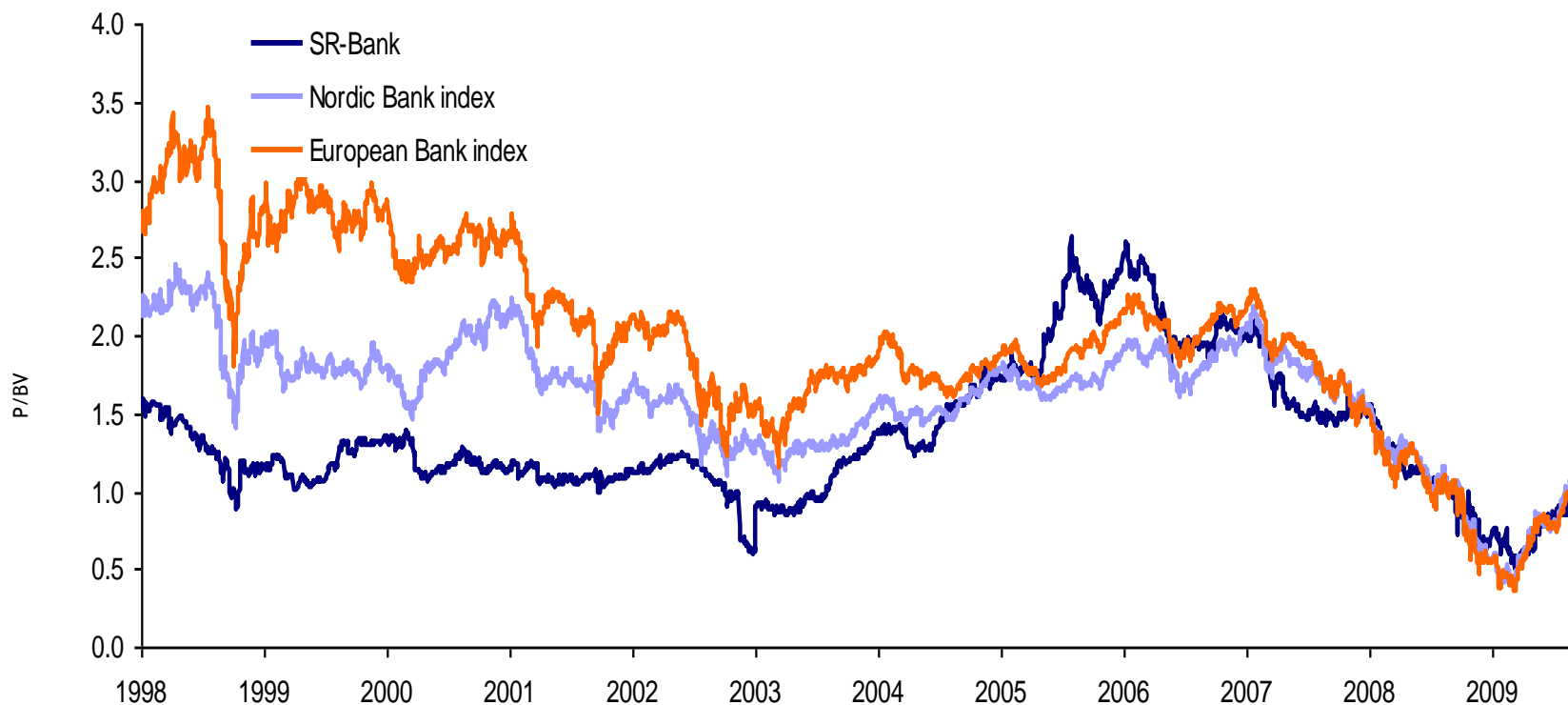
P/E multipl - utvikling siden 1998



- Banker handles til lave pris/egenkapital- multipler, selv om de har hentet seg inn noe i det siste
- Usikkerhet rundt bankenes fremtidige avkastning gitt høyere kapital krav resulterer i lavere pris på egenkapitalen

Multiplene for pris/egenkapital er lave i et historisk perspektiv

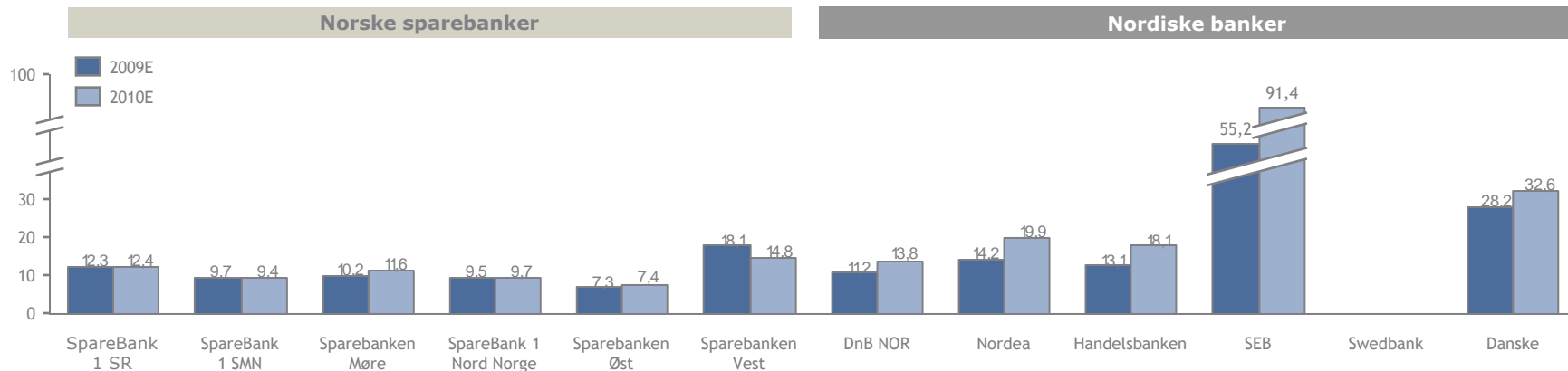
P/BV multipl - utvikling siden 1998



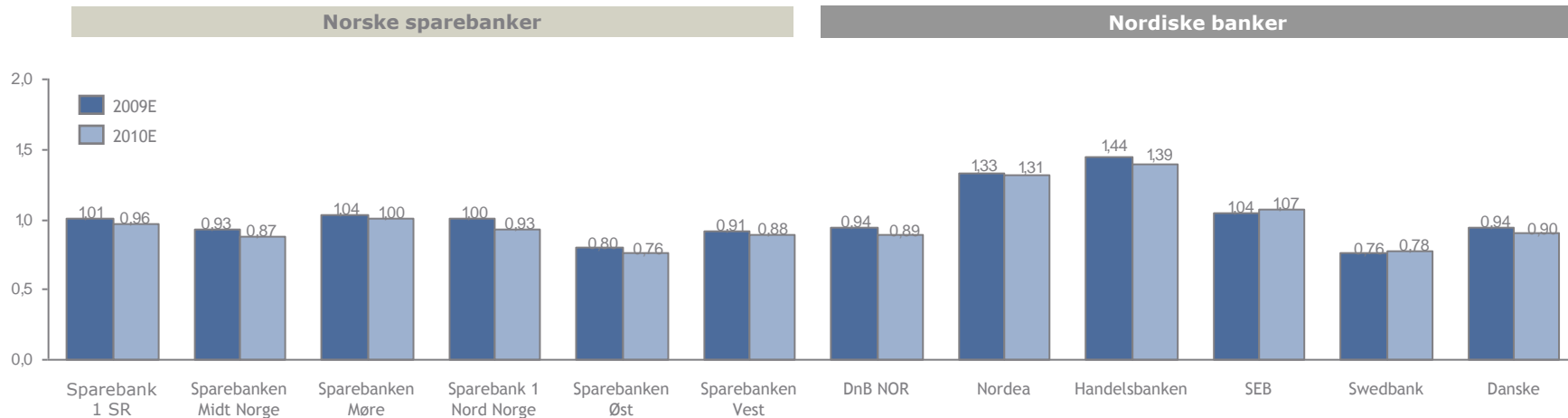
- SR-Banks egenkapitalbevis omsettes ikke lenger til en rabatt. Denne ble innhentet gjennom 2004

Relative verdivurderingsmultipler

P/E- 2009-2010e

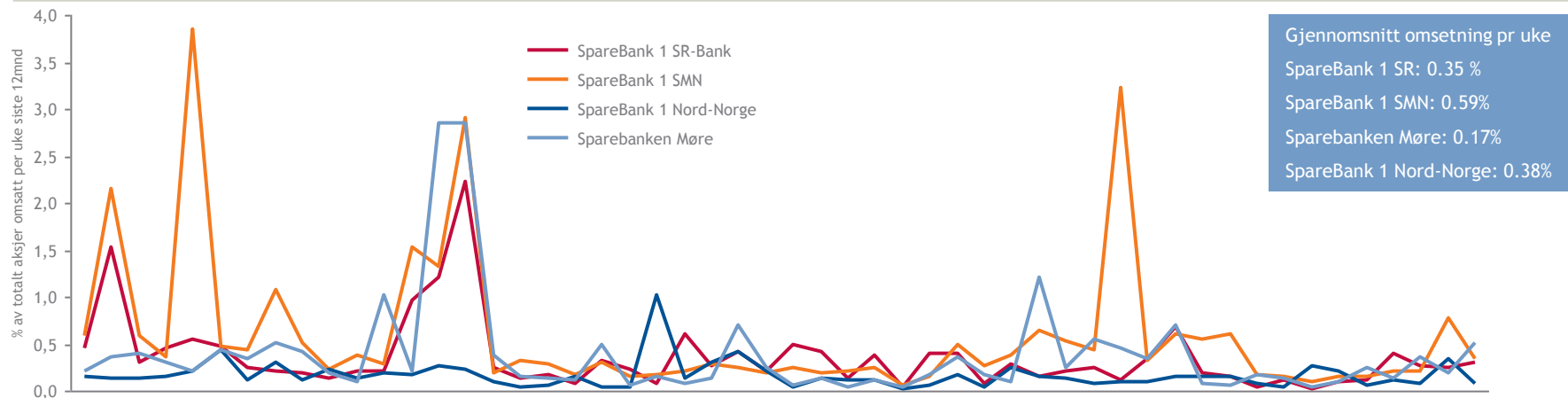


P/BV- 2009-2010e

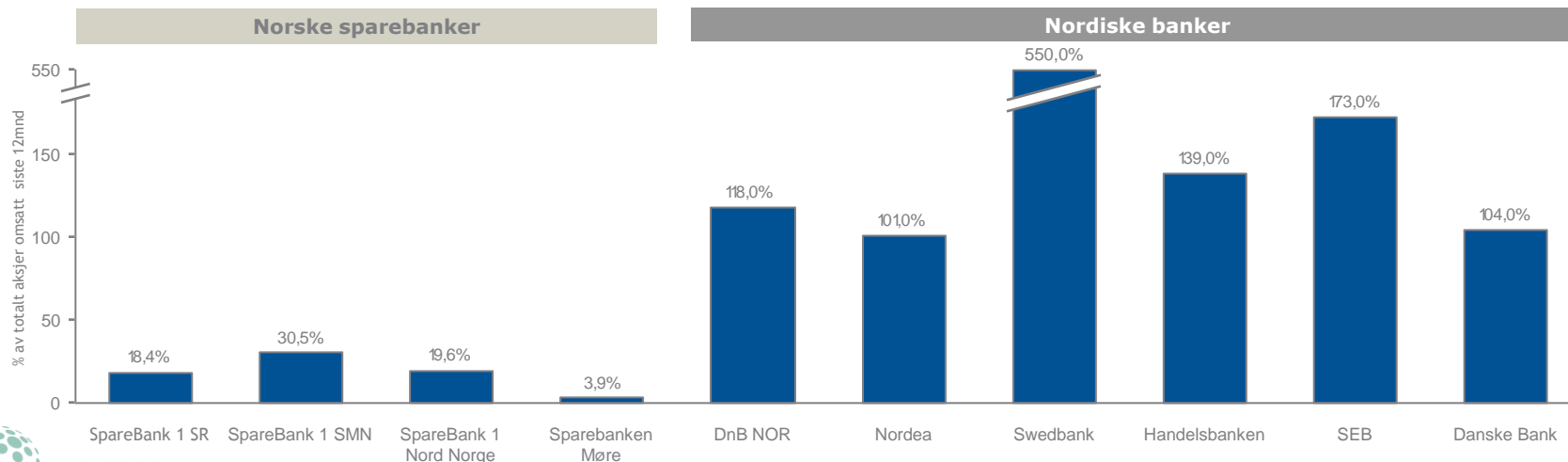


Egenkapitalbevisenes problem er ikke prisingen, men mangel på likviditet

Relativ likviditet i egenkapitalbevis for de største sparebankene (gjennomsnittlig omsetning av totalt antall bevis per uke)



Omsetning i pst av totalt utestående aksjer/bevis over en 12 måneders periode



Eierskapsstruktur i de største sparebankene



1	COIL INVESTMENT GROUP AS	5.08%
2	KØHLERGRUPPEN AS	1.94%
3	CLIPPER A/S	1.90%
4	FRANK MOHN A/S	1.66%
5	STANGELAND TRYGVE	1.62%
6	LÆRDAL AS	1.24%
7	THE NORTHERN TRUST CO.	1.21%
8	BANK OF NEW YORK MELLON	1.08%
9	BROWN BROTHERS HARRIMAN & CO	1.07%
10	STATE STREET BANK AND TRUST CO.	0.96%
11	BJERGSTED INVESTERING AS	0.94%
12	VERDIPAPIRFONDET NORDEA NORGE VERD	0.91%
13	WESTCO AS	0.88%
14	GRUNNFOND INVEST AS	0.81%
15	STANGELAND OLAV	0.80%
16	FORSAND KOMMUNE	0.76%
17	SOLVANG SHIPPING A/S	0.71%
18	SLETHEI AS LEIF INGE	0.67%
19	PARETO AS	0.64%
20	HELLAND A/S	0.61%
21	SKAGEN VEKST	0.59%
22	VERDIPAPIRFONDET NORDEA AVKASTNING	0.57%
23	RINGERIKES SPAREBANK	0.57%
24	MORCKEN DØDSBO OTTO BIRGER	0.57%
25	COOP ØKONOM BA	0.49%
26	VERDIPAPIRFONDET NORDEA KAPITAL	0.47%
27	TRYGVES HOLDING AS	0.47%
28	SPAREBANKSTIFTELSEN DNB NOR	0.46%
29	FORSVARETS PERSONELLSERVICE	0.45%
30	DANSKE BANK A/S	0.40%

REITANGRUPPEN AS	8.77%
PROTECTOR EIENDOM AS	1.77%
AKER ASA	1.59%
CITIBANK N.A. NEW YORK BRANCH	1.54%
FRANK MOHN A/S	1.51%
THE RESOURCE GROUP TRG AS	1.44%
THE NORTHERN TRUST CO.	1.32%
GRUNNFOND INVEST AS	1.19%
MP PENSJON	1.15%
I K LYKKE AS	1.11%
JPMORGAN CHASE BANK	0.97%
TONSENHAGEN FORRETNINGSSENTRUM AS	0.91%
STIFTELSEN UNI	0.87%
FORSVARETS PERSONELLSERVICE	0.83%
HEGLUND HOLDING AS	0.67%
JPMORGAN CHASE BANK	0.66%
STATE STREET BANK AND TRUST CO.	0.64%
SPAREBANKEN ROGALAND PENSJONSKASSE	0.58%
JOW INVEST AS	0.51%
STATE STREET BANK & TRUST CO.	0.51%
UBS AG, LONDON BRANCH	0.51%
BANK OF NEW YORK MELLON	0.49%
MORCKEN DØDSBO OTTO BIRGER	0.45%
BERGEN KOMMUNALE PENSJONSKASSE	0.43%
SJØMO LARS	0.42%
VP DANSKE INVEST AK INST I	0.41%
STUDENTSAMSKIPNADEN I TRONDHEIM	0.40%
LÆRDAL FINANS AS	0.40%
TERRA UTBYTTE VPF	0.39%
NORGESINVESTOR PRO AS	0.39%

Pareto Aksjer Norge	5.35%
Pareto Aktiv	2.89%
Frank Mohn AS	2.34%
MP Pensjon	2.13%
Tonsenhagen Forretningssentrum AS	1.78%
JPMorgan Chase Bank klientkonto	1.63%
Framo Development AS	1.33%
Mellon Bank AS klientkonto	1.20%
Sparebankstiftelsen DnB NOR	0.97%
Forsvarets Personallservice	0.96%
Karl Ditlefsen	0.91%
SpareBank 1 SR-Bank Finans	0.86%
Trond Mohn	0.80%
Citibank N.A.	0.79%
Sparebanken Rogaland Pensjonskasse	0.78%
Lærdal Finans AS	0.75%
Olsen & Co's pensjonskasse	0.70%
Troms Kraft Invest AS	0.68%
Terra Utbytte Verdipapirfond	0.64%
State Street Bank and Trust	0.57%

PARETO AKSJE NORGE	5.70%
MP PENSJON	4.75%
PARETO AKTIV	3.04%
GRUNNFOND INVEST AS	1.94%
BEKA HOLDING AS	1.87%
FARSTAD SHIPPING ASA	1.58%
BROWN BROTHERS HARRIMAN & CO	1.29%
STIFTELSEN KJELL HOLM	1.23%
SPAREBANKEN MØRE	1.10%
SPAREBANKSTIFTELSEN DNB NOR	0.86%
SLYNGSTAD ODD ALFRED	0.85%
WENAASGRUPPEN AS	0.84%
TONSENHAGEN FORRETNINGSSENTRUM AS	0.73%
U AANDALS EFTF AS	0.67%
J E DEVOLD AS	0.56%
LAPAS AS	0.52%
SPAREBANKEN HEDMARK	0.51%
PARETO VERDI VPF	0.51%
FORSVARETS PERSONELLSERVICE	0.48%
WAHL KNUT	0.41%
AL RÅDHUSETS PERSONELLSERVICE BA	0.40%
ODD SLYNGSTAD A/S	0.38%
TRONDHEIM KOMMUNE	0.36%
MOLDE OG OMEGN AVHOLDSLAG	0.34%
AURSKOG SPAREBANK	0.34%
JP MORGAN CHASE BANK	0.33%
TERRA UTBYTTE VPF	0.33%
I.O.G.T. I ROMSDAL	0.31%
BKK PENSJONSKASSE	0.30%
HEGER ELSA PIHL	0.30%

talt	30.52%	32.85%	28.06%	32.83%
------	--------	--------	--------	--------

- Ingen av de største egenkapitalbevisene har de større forvaltningsmiljøene som aksjonærer; med unntak for Pareto og Terra, som eier flere av egenkapitalbevisene
- Felles for alle sparebankene er en relativt spredt eierskapsstruktur, hvor de 30 største aksjonærene kun eier rundt 30 pst av bankenes utstedte egenkapital

Hva er de sentrale endringene for egenkapitalbevisene?

- Avvikling av utvanningseffekten
 - Gjør eksponeringen lik den eksponeringen en aksjonær opplever
 - Eierbegrensningsbestemmelsene gjør at investorer får de facto like mye innflytelse som i en forretningsbank
- Begrensning i vektleggingen av utbytte
 - Bankene "tvinges" til å tilbakeholde kapital, og bygge verdi i instrumentet
 - Eierbrøken synker ved utbetalinger fra utjevningssfond (utvanning)
 - Eierbrøken øker ved emisjoner (innvanning)
 - Eierbrøken øker ved underskudd (innvanning)
- Fortsatt "beskyttet" kapital

De nye rammene er ikke prøvet i markedet

- Historisk har egenkapitalbevisene hatt god kursutvikling sammenlignet med finansaksjer
- Men aksjonærmassen har svakere institusjonell kapital enn tilsvarende i aksjemarkedet
- Ryktet for egenkapitalbevisene vil bestemmes av de første par-tre emisjonene som gjennomføres
- Betydelig opplæringsoppgave; ønskelig med samordning - men kanskje ikke mulig
- Vellykkede egenkapitalbevis i sparebankene kan påvirke Gjensidiges børsnotering
- Krever aktivitet overfor investorene - og Oslo Børs
- Store endringer raskt er utfordrende, fordi egenkapitalbevisene har lav likviditet